

LA GESTION DES FORTUNES MOBILIÈRES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC POUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera présenté et soutenu le 14 Mars 1931, à 14 heures

PAR

BERNARD PUJO

Président : M. Georges RIPERT, professeur.

Suffragants { MM. Maurice PICARD, professeur.
René CASSIN, professeur.

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevallier-Marescq et C^{ie} et F. Pichon réunies

R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS

Librairie du Conseil d'État et de la Société de Législation comparée

20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR.)

—
1931

LA GESTION DES FORTUNES
MOBILIÈRES

**La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation
aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être
considérées comme propres à leurs auteurs.**

LA GESTION DES FORTUNES MOBILIÈRES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC POUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera présenté et soutenu le 14 Mars 1931, à 14 heures

PAR

BERNARD PUJO

Président : M. Georges RIPERT, professeur.
Suffragants { MM. Maurice PICARD, professeur.
René CASSIN, professeur.

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevallier-Marescq et C^{ie} et F. Pichon réunies
R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS
Librairie du Conseil d'État et de la Société de Législation comparée
20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR.)

—
1931



INTRODUCTION

Depuis fort longtemps la sagesse bourgeoise a proclamé qu'il était plus facile de gagner une fortune que de la conserver. A notre époque, plus que jamais, il est peu aisé de bien administrer un patrimoine. Si, pour l'exercice correct d'une profession, il suffit souvent de bien connaître quelques règles essentielles, gérer un important patrimoine réclame des connaissances beaucoup plus vastes. La diversité des placements qui s'offrent au capitaliste le laisse souvent fort embarrassé. Vers quel genre d'investissement orientera-t-il ses capitaux ou ses épargnes ? De son choix bon ou mauvais dépendra pour longtemps son bien-être et celui de sa famille.

Les conditions économiques, en perpétuel mouvement, apportent d'années en années des modifications profondes aux règles qui doivent présider au choix des placements. Sous peine de voir disparaître le fruit de son travail et celui des générations qui l'ont précédé, le capitaliste doit suivre attentivement cette évolution et s'efforcer d'en tirer profit.

Au cours du siècle dernier, le capitaliste avait coutume de placer ses disponibilités soit en terres, soit en maisons, soit en terrains susceptibles de plus-values, soit en meubles corporels, soit enfin en prêts de diverses espèces.

« Les placements anciens », comme les appelle Paul Leroy-Beaulieu (1), ont perdu aujourd'hui la faveur dont ils ont si longtemps joui. La plupart se sont révélés impuissants à conserver intact, pendant une période de troubles monétaires, le patrimoine du capitaliste. Ils ne conviennent plus qu'à des professionnels. Le grand public, les épargnants, doivent orienter dans d'autres directions leurs disponibilités. Les valeurs mobilières, dont le développement durant les cinquante dernières années a été inoui, vont leur fournir toute une gamme de placements qui, judicieusement sélectionnés, présentent des avantages incontestables.

LES VALEURS MOBILIÈRES

Les valeurs mobilières sont constituées par les titres de rentes, les actions, les obligations, les parts de fondateurs, etc... conférant à leur propriétaire un droit à une somme d'argent. Il importe, au début de cette étude, de rappeler les principales classifications auxquelles elles ont donné lieu et de signaler

(1) Paul LEROY-BEAULIEU, *L'Art de placer et de gérer sa fortune*, Paris, 1906 et 1920.

ensuite les principaux avantages qu'elles présentent comme placement.

§ 1. — *Les différentes classifications
des valeurs mobilières*

Dans une première classification basée sur la fixité ou la variabilité du revenu, on distingue les valeurs à revenu fixe et les valeurs à revenu variable.

« Les valeurs à revenu fixe sont des créances dont le revenu et le capital ont été déterminés en monnaie au moment de l'émission. Le débiteur se libérera envers son créancier en lui remettant les sommes nominales qui ont été promises. Les valeurs à revenu variable confèrent à leur porteur le droit de participer au partage des bénéfices réalisés par une entreprise. Certaines d'entre elles permettent en outre de recevoir une quote-part de l'actif au moment de la dissolution de la Société (1). »

Dans la catégorie des valeurs à revenu fixe, on distingue : les rentes perpétuelles, les rentes amortissables, les obligations. Seuls les États empruntent en perpétuel.

« La dette perpétuelle est celle que l'État peut rembourser quand il lui plaît, sans que le créancier puisse jamais exiger le remboursement. L'État tient tous ses engagements en payant simplement les arrérages (2). »

(1) A. DE MIRIMONDE, *Comment placer sa fortune*, Paris, 1926, p. 139.

(2) G. JÈZE, *Cours de Fin. publ.*, Paris, 1927, p. 59 et 60.

« La dette amortissable est celle qui doit être remboursée aux dates fixées par l'acte d'emprunt. On dit qu'il y a amortissement contractuel parce qu'il y a engagement juridique de rembourser à une certaine date (1). »

Les États, les colonies, les départements, les communes, les Sociétés de commerce, empruntent en obligations amortissables.

La date de remboursement des obligations amortissables est fixée ou indéterminée. Elle est indéterminée lorsque le débiteur se réserve le droit de fixer la date de remboursement au cours d'une certaine période (entre 1930 et 1945 par ex.).

Ajoutons à la liste des valeurs à revenu fixe :

Les obligations à lots qui reçoivent un intérêt inférieur à celui qui a cours sur le marché au moment de leur émission, mais dont certaines, tirées au sort, peuvent être remboursées par des sommes importantes ;

Les obligations privilégiées ou de priorité à qui sont reconnus des droits supérieurs à ceux des obligations ordinaires ;

Les bons, titres de créance, généralement à court terme, émis par les collectivités publiques et privées pour parer à des besoins de trésorerie.

Parmi les titres de cette dernière catégorie citons :

Les bons de caisse émis par des Sociétés de crédit et remboursables dans un délai n'excédant pas la plupart du temps cinq ans ;

(1) G. JÈZE, *op. cit.*

Les bons de coupons, délivrés par des Sociétés en représentation de coupons arriérés d'actions ou d'obligations ;

Les bons à lots, simples billets de loterie, non productifs d'intérêts et remboursables dans un délai très éloigné.

Il faut signaler enfin une dernière catégorie de bons, ce sont ceux dits à revenu variable. En plus d'un intérêt fixé à l'époque de l'émission, ils donnent droit à un intérêt complémentaire variable, calculé par exemple sur le chiffre d'affaires de la Société émettrice (Bons Citroën 1926).

Les valeurs à revenu variable comprennent les actions et les parts bénéficiaires.

« L'action est une fraction de propriété du patrimoine des Sociétés commerciales ; elle est opposée à l'intérêt, droit fixé à la personne en ce qu'elle forme une part sociale négociable. L'actionnaire est un associé dont on ne recherche point les qualités individuelles, mais seulement la mise (1). »

L'action a droit à la répartition des bénéfices après paiement des charges sociales. Elle concourt à l'administration de la Société par le droit qu'elle a de voter aux diverses assemblées. A la dissolution de la Société, elle participe à la répartition de l'actif social après règlement complet du passif de l'entreprise. Signalons que la responsabilité de l'actionnaire est limitée à la valeur nominale de sa mise.

(1) THALLER et PERCEROU, *Droit commercial*, Paris, 1925, p. 383.

Parmi les actions on distingue les actions de numéraire et les actions d'apport, les actions de capital et les actions de jouissance, les actions ordinaires et les actions privilégiées.

Les actions de numéraire sont la représentation d'une mise effectuée en monnaie. Ce sont elles qui, à la constitution de la Société, sont mises en souscription.

« Les actions d'apport sont émises en représentation de biens matériels ou immatériels, ou simplement de travaux que les fondateurs ou leurs auxiliaires apportent à la Société, stipulant en retour une part des bénéfices (1). »

L'action de numéraire et l'action d'apport représentant une valeur mise dans l'actif social, une part du capital social, sont appelées actions de capital.

Quand cette action de capital est remboursée, l'actionnaire n'est pas exclu pour cela de la Société. Il reçoit en même temps que la valeur nominale de son apport une action dite de jouissance. L'action de jouissance n'a droit à une répartition des bénéfices que quand l'action de capital a déjà reçu un premier dividende de 5 à 6 % de son montant nominal ; d'autre part, en cas de liquidation de la Société, elle ne participera à la répartition de l'actif social que lorsque les actions de capital auront été remboursées.

Les actions de capital et les actions de jouis-

(1) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 345 et s.

sance forment ce que l'on appelle les actions ordinaires. On leur oppose les actions de priorité ou privilégiées que concernent les lois du 9 juillet 1902, 16 novembre 1903 et 27 avril 1930 (art. 6). On appelle actions de priorité celles qui jouissent de certains avantages sur les autres actions (actions à vote plural) ou qui confèrent des droits de priorité, soit sur la distribution des bénéfices, soit sur l'actif social, soit même sur les deux.

Signalons une catégorie assez rare appelée action de quotité, type reconnu par la loi du timbre du 5 juin 1850, article 14. Ces actions, caractérisées par ce fait qu'elles sont chiffrées non par une somme fixe, mais par une fraction ($1/100^e$, $1/50^e$) du capital social, ont été émises par des Sociétés civiles de Charbonnages du Nord.

La pratique a créé une catégorie spéciale de titres à revenu variable dont la loi ne s'était pas occupée jusqu'à ces dernières années :

« Les parts bénéficiaires, ou parts de fondateurs, sont des parts constatées par des certificats négociables, nominatifs ou au porteur, et donnant à leur propriétaire, pour le rémunérer des soins mis à la constitution de la Société, droit à une quote-part dans les bénéfices annuels, sans pouvoir d'entrée aux assemblées générales, ni droit dans le capital social (1). »

La loi du 23 janvier 1929 (2) est venue réglementer

(1) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 448.

(2) *J. O.* du 25 janv. 1929 ; *J. des Soc.*, 1929, p. 119, 257, 321 ; Joseph BARTHÉLEMY, *Inf. fin.*, 19 et 20 février 1929 ; A. WAHL,

cette création de la pratique. M. Joseph Barthélemy a consacré à cette loi nouvelle un commentaire dont nous extrayons les passages suivants. Elle tranche tout d'abord de façon extrêmement nette la question de la nature juridique de ces titres (art. 1^{er}, 2^e al.). « Ces titres, qui sont en dehors du capital social, ne confèrent pas à leur propriétaire la qualité d'associés. Mais il peut leur être attribué, à titre de créance éventuelle contre la Société, un droit fixe ou proportionnel dans les bénéfices sociaux. » La loi ajoute que les « porteurs de parts peuvent être constitués en assemblée même en cas de silence des statuts et même, ce qui est plus remarquable, en cas de disposition contraire des statuts. Cette assemblée est convoquée par la Société qui en fixe l'ordre du jour, ou bien elle se réunit sur l'initiative d'un vingtième des porteurs de parts... D'une façon générale, l'assemblée des porteurs de parts est souveraine à l'égard de ces porteurs... A la première convocation, la présence des trois quarts des parts est exigée. A la seconde, l'assemblée ne peut délibérer que si la moitié est présente. A la troisième, le tiers suffit. Les décisions sont prises à la majorité des deux tiers. Donc, les deux tiers (soit 260 sur 1.200 ou 2.600 sur 12.000) peuvent obliger tous les porteurs de parts et la loi précise même les absents, dissidents ou incapables.

Les droits des porteurs de parts bénéficiaires en cas de dissolution de la Société, *J. des Soc.*, mars 1930, p. 129. ; Pierre BEL, *Le groupement des parts bénéficiaires et la loi du 23 janvier 1929*, Lyon, 1929 ; RAULT, *Traité théorique et pratique des parts de fondateurs*.

» L'article 7 donne une idée des décisions que peut prendre l'assemblée générale des porteurs. Elle peut définir la durée des parts, elle peut donc décider que les parts dureront jusqu'au lendemain matin, ce qui équivaut à leur suppression immédiate. Elle peut aussi modifier le montant du droit des parts aux bénéfices. Elle peut donc fixer ce droit à zéro ou tout près de zéro... Les porteurs de parts feront bien de veiller. Je constate, écrit en terminant son commentaire M. Joseph Barthélemy, que depuis la promulgation de la loi, certaines parts ont monté. Cette hausse est tout à l'honneur de certains conseils d'administration ; elle prouve qu'ils inspirent confiance. »

Une autre classification des valeurs mobilières permet de distinguer : les titres nominatifs, les titres au porteur, les titres mixtes, les titres à ordre.

Certains capitalistes, désireux de faire un placement définitif et d'être assurés contre tout risque de perte et de vol, désirent que leur droit soit inscrit soit sur des registres publics, s'il s'agit d'un emprunt public, soit sur les registres des Sociétés, s'il s'agit d'actions ou d'obligations. La plupart du temps, on leur remet un certificat d'inscription à leur nom. C'est le titre nominatif. Les intérêts sont payés par le débiteur, soit directement par envoi d'un chèque, soit sur demande du créancier. La cession du droit ne pourra résulter vis-à-vis du débiteur et des tiers que d'une opération appelée transfert, qui n'est autre

qu'un changement de nom, soumis à certaines formalités, sur les registres du débiteur.

D'autres capitalistes désirent percevoir leurs intérêts et pouvoir aliéner leurs titres sans la moindre formalité. Des titres au porteur leur sont alors délivrés. Ces titres sont munis de coupons. Les arrérages, — intérêts pour les valeurs à revenu fixe, dividendes, pour les valeurs à revenu variable, — sont payés sur présentation d'un coupon. La cession du droit se fait par simple remise matérielle du titre. On dit que le droit est attaché au titre.

Le titre mixte est un titre nominatif auquel est adjoint une feuille de coupons pour les intérêts ou dividendes.

Citons pour mémoire les titres à ordre, négociables par endossements, qui n'ont obtenu aucun succès auprès du public (1).

§ 2. — *Les avantages des placements en valeurs mobilières.*

Les avantages des placements en valeurs mobilières sont considérables (2).

Les titres sont divisés en coupures de faible importance (1.000 fr., 500 fr., 100 fr., quelquefois même 25 fr.). Ils s'adressent donc aux plus opulents comme aux plus modestes.

Beaucoup de ces titres sont cotés dans les Bourses.

(1) Créés par la loi du 4 avril 1926.

(2) Paul LEROY-BEAULIEU, *op. cit.*, 1906, p. 55 et s.

Certains particulièrement importants se négocient dans plusieurs grandes Bourses du monde. Les cours sont reproduits par les journaux et le capitaliste peut ainsi à tout moment suivre les fluctuations de son patrimoine.

Les facilités de négociation sont très grandes. Un ordre passé à un banquier suffit pour qu'en quelques heures un titre soit vendu ou acheté à peu de frais, sur un des grands marchés mondiaux.

Les revenus des valeurs mobilières, des principales du moins, sont payés, à époques déterminées, dans les innombrables guichets des banques nationales. Les coupons des grandes valeurs internationales peuvent être perçus dans toutes les banques, sur tous les points du globe.

Les titres sont conservés chez soi ou dans des établissements bancaires. Ceux-ci louent au propriétaire des cases de coffre-fort ou reçoivent les titres en dépôt, ou se chargent, moyennant une rémunération, de leur garde et de leur gérance.

Enfin, citons un dernier avantage extrêmement prisé par le commerce ou l'industrie : les banques, et la Banque de France (1) en particulier, consentent,

(1) La Banque de France ne consent d'avance que sur les titres énumérés ci-après : Les actions de la Banque de France, les effets publics : rentes françaises, bons du Trésor, emprunts des colonies françaises et des pays de protectorat français ; gouvernement hellénique 2 1/2 1898 ; bons du Mont de Piété de Paris ; obligations du Crédit Foncier ; actions et obligations des grandes Compagnies de Chemins de fer français ; emprunts des départements, emprunts des villes, des Chambres de commerce ; bons de liquidation des canaux de l'Oureq et de Saint-Denis. Cette énumération est limitative. On appelle *titres bancables* ceux qui sont admis en garantie par la Banque de France.

sans grandes formalités, des avances d'argent sur certains titres.

Les investissements en valeurs mobilières doivent être considérés comme les placements modernes par excellence. Cela est si vrai que le goût du public pour ce genre de placement, malgré de passagères éclipses, n'a fait que croître depuis trois quarts de siècle. En 1852, époque à laquelle commence le grand mouvement d'industrialisation, il y a 126 valeurs cotées à la cote officielle du marché de Paris. On en compte 380 en 1869 et 784 à la fin de 1882. Avant la guerre, nous arrivons à plus de 1.500 titres. A l'heure actuelle, le marché officiel possède plus de 2.500 titres inscrits sans compter ceux (plus de 1.000) figurant à la cote du syndicat des banquiers au comptant ou à terme (coulisse), ceux cotés dans les Bourses de province : Lyon, Lille, Marseille, Bordeaux, Nantes (1).

Le but de ce travail est d'étudier les divers modes de gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières, tout en précisant en cours d'exposé certains points économiques ou juridiques, particulièrement importants.

Le capitaliste peut, soit gérer seul son portefeuille, soit en confier l'administration plus ou moins large à une banque, soit enfin s'intéresser à des Sociétés dont l'objet est la gérance d'un portefeuille de valeurs mobilières.

(1) S. Robert MILLES, *La Grammaire de la Bourse*, Paris, 1926, p. 16.

Notre travail sera donc divisé en trois parties :

- I. La gestion du portefeuille par le capitaliste.
- II. La gérance du portefeuille par les banques.
- III. La gestion en commun des portefeuilles.

PREMIÈRE PARTIE

De la Gestion du Portefeuille par le Capitaliste

Nous avons montré, au cours de notre introduction, le capitaliste moderne abandonnant chaque jour davantage les placements anciens pour rechercher les investissements en valeurs mobilières. Dans bien des cas, il ne voudra confier à personne « le maniement et la disposition de sa fortune » (1). Il la gèrera lui-même, et aura dès lors à effectuer un certain nombre d'opérations, qu'il convient d'examiner en détail (2).

Dans un titre premier, la composition du portefeuille va d'abord retenir notre attention.

Dans un titre II, nous examinerons les opérations auxquelles donne lieu la gestion d'un portefeuille.

(1) LEROY-BEAULIEU, *op. cit.*, 1920, p. 38.

(2) Nous ne nous occuperons dans ce travail que de la gestion effectuée par un capitaliste entièrement maître de ses droits. Il est cependant des individus dont la loi, dans des buts divers, a déterminé les pouvoirs de façon d'ailleurs assez peu précise. Le Code civil, dans de nombreux articles, emploie le mot « administration » tout en négligeant de définir ce qu'il entend par ce terme. Voir A. TRASBOT, *L'Acte d'administration en droit positif français*, Bordeaux, 1921 ; PLANIOL et RIPERT, *Droit civil*, t. VIII, n° 593. Voir en ce qui concerne les mineurs la loi du 27 fév. 1880.

TITRE PREMIER

De la Composition du Portefeuille

La composition du portefeuille, le choix des titres dans lesquels il va investir son avoir est une question grave pour le capitaliste. Le risque, en cas d'erreur ou d'imprudence, peut être considérable. Aussi cette question mérite-t-elle, dès le début de ce travail, un examen approfondi.

Dans un premier chapitre, nous examinerons les avantages et les inconvénients des différentes catégories de titres ; nous rechercherons comment il est possible, pour le capitaliste, de découvrir, dans le nombre considérable des placements qui lui sont offerts, les valeurs dignes d'intérêt.

Dans un deuxième chapitre, nous souvenant que disperser les risques c'est déjà les éviter, nous rechercherons comment il convient de répartir les placements suivant la nationalité des titres, la qualité de l'émetteur, les avantages juridiques qui sont attachés aux titres eux-mêmes. Nous indiquerons le

classement qu'au début de ce siècle, l'économiste Leroy-Beaulieu a donné des valeurs de Bourse. Nous signalerons certains placements réglementés, soit par des contrats, soit par la loi elle-même. Nous dirons en terminant quelle est la tendance moderne en matière de composition de portefeuille.

CHAPITRE PREMIER

DES CARACTERISTIQUES DES DIVERSES CATEGORIES DE TITRES

Nous savons que l'on peut classer les valeurs mobilières, d'une part, en valeurs à revenu fixe et valeurs à revenu variable, d'autre part, en titres nominatifs et au porteur. Il convient donc d'étudier les caractéristiques de chacune de ces catégories de titres. Nous pourrons, dès lors, déterminer quels sont ceux que nous estimons être les plus attrayants pour le capitaliste.

SECTION I

Valeurs à revenu fixe (1)

Les valeurs à revenu fixe constituent le placement idéal du capitaliste paresseux. Il pense que tout imprévu est à jamais écarté. Les coupons, d'un mon-

(1) A. DE MIRIMONDE, *op. cit.*, p. 236 et s.

tant déterminé une fois pour toutes, seront payés à l'échéance ; l'amortissement des titres se fera régulièrement tel qu'il a été stipulé par le débiteur. Il est donc assuré de conserver intact son capital et de percevoir à date fixe un intérêt convenable. La réalité cependant est beaucoup moins simple. Les événements financiers de ces dernières années ne l'ont que trop prouvé.

§ 1. — *Revenu net et valeur intrinsèque.*

Essayons tout d'abord de déterminer le revenu net et la valeur intrinsèque d'un titre à revenu fixe.

Pour les emprunts perpétuels, le revenu net est le montant du coupon sous déduction des impôts.

Pour les titres amortissables, la question est un peu plus complexe. Quand le titre est mis en portefeuille à un cours au-dessous du pair, la différence entre ce cours et le pair, si le titre est amorti, peut être considérée comme un revenu ; au contraire, si le titre est acquis au-dessus du pair, la perte subie par le capitaliste en cas de remboursement au pair doit venir en déduction du revenu. Exemple : En février 1926, les obligations de 500 francs, 3 % anciennes, des Chemins de fer du Nord, qui doivent être complètement amorties en 1950, cotaient 230 francs. La prime d'amortissement était donc, à ce moment-là, de 270 francs. Elle constituait un revenu supplémentaire car il suffisait de racheter une obligation de 230 francs pour reconstituer le

capital. Si nous supposons qu'en 1926 un titre sur trente était amorti, le bénéfice moyen sur chaque titre était de 270 : 30, soit 9 francs, qui venaient s'ajouter au revenu contractuel. Fin 1930, l'obligation Nord 3 % ancienne cotait dans les environs de 400 francs ; si nous supposons toujours l'amortissement d'un titre sur trente annuellement, la prime par titre n'est plus que de $\frac{(500 - 400)}{30}$, soit 3,3 francs

environ. Un jour peut-être ces obligations dépasseront le pair ; le capitaliste devra alors prélever une partie du revenu contractuel à titre d'assurance contre le risque de remboursement (1).

De là il faut conclure : « Le revenu annuel d'une obligation amortissable augmente progressivement à mesure que son cours tombe au-dessous du pair ; il diminue, au contraire, à mesure que le cours s'élève au-dessus du pair (2). »

L'obligation amortissable est de ce fait un titre dont le revenu est, par certain côté, variable.

Qu'il s'agisse, d'ailleurs, d'emprunts perpétuels ou amortissables, le capitaliste prudent ne doit pas consommer la totalité de ses revenus s'il veut se prémunir contre tout risque éventuel de dépréciation de son capital. Pendant la période d'instabilité monétaire que nous venons de traverser, alors que notre monnaie n'était pas encore stabilisée, il

(1) Les banques assurent les titres contre les risques de remboursement au pair.

(2) A. DE MIRIMONDE, *op. cit.*, p. 238.

était bon d'amputer son revenu d'une certaine somme considérée comme prime d'assurance en cas de dépréciation nouvelle de la monnaie. On pouvait *grosso modo* déterminer cette somme en comparant un titre libellé en francs-papier, le 4 % 1918, par exemple, qui cotait en février 1926 environ 46 francs, et le 5 % 1925 à garantie de change dont les cours oscillaient aux environs de 90 francs. Le premier avait un revenu de 8,70 % alors que le second ne rapportait que 5,50 %. La prime d'assurance s'élevait donc à 3,20 % en négligeant les quelques caractéristiques différentes des deux titres.

Le capitaliste possesseur de valeurs à revenu fixe va-t-il donc passer sa vie, un crayon à la main, calculant les sommes qu'il doit épargner sur le revenu de chaque titre particulier ? Certainement non. Il lui suffira de savoir que, s'il veut conserver son avoir, il doit faire des économies. Chaque année, sur le revenu de ses rentes et obligations, il mettra de côté 10 à 15 % de la valeur des coupons encaissés et il investira à nouveau cette épargne dans de nouveaux titres.

Le revenu ne sera donc pas, dans la plupart des cas, ce qu'à première vue il paraît être.

Quant à la valeur intrinsèque du titre, il va de soi qu'elle dépend en grande partie de son rendement. Théoriquement, le cours d'un titre devrait être la capitalisation de son revenu. Si le taux d'intérêt de l'argent sur le marché s'élève et passe de 5 à 6 %, un titre rapportant 5 % et valant 100 francs va

baisser et ne vaudra plus que 83 francs (1) environ. Par contre, si le taux moyen de l'argent baisse et passe de 5 à 4 %, la valeur théorique du 5 % sera de 125 francs (1).

Mais d'autres éléments vont intervenir qui feront que le cours coté en Bourse s'éloignera sensiblement du cours théorique.

Les impôts frappant les valeurs mobilières à revenu fixe ont une répercussion sur leurs cours. Sur les 5 francs que rapporte un titre de 100 francs, supposons que l'État prélève 1 franc. Cet impôt aura pour effet de faire baisser le cours de ces titres de 1/5^e et le ramènera de 100 à 80 francs. Si, au contraire, tous les 5 % étant frappés de cet impôt, certains plus favorisés ne voient leurs revenus amputés que de 0 fr. 50, le cours de ces titres va se relever jusqu'à 90 francs. C'est ce qu'on appelle le phénomène de la capitalisation de l'impôt (2).

Les risques de conversion ou de remboursement peuvent différencier les cours de valeurs à revenu fixe donnant un revenu analogue.

L'histoire financière, politique, économique des États emprunteurs est aussi un facteur susceptible d'influer sur les cours. Un pays à crédit de premier ordre, ayant toujours fait honneur à sa signature, empruntera à de très bonnes conditions ;

$$(1) \frac{100 \times 5}{6} = 83.33 ; \frac{100 \times 5}{4} = 125 \text{ fr.}$$

(2) Voir, sur la répercussion de l'impôt, Gaston JÈZE, *Cours de Fin. publ.*, Paris, 1928, p. 145 et s.

Un pays dont la population et le gouvernement auront toujours manifesté la ferme volonté de tenir leurs engagements financiers, verra ses titres très recherchés sur le marché (1) ;

Un pays dont la situation politique, au dedans comme au dehors, sera exempte de tout aléa, forcera la confiance ;

Un pays dont la production est harmonieusement développée, qui tire ses ressources de branches d'activités nombreuses et variées, sera un débiteur plus sûrement solvable qu'une nation qui vit uniquement de la vente d'un seul produit.

Pour les Sociétés de commerce, la situation générale de la nation où est située l'entreprise, la situation financière de l'entreprise elle-même, le rapport entre son passif et son actif, entre le capital-obligation et le capital-action, sont des éléments susceptibles de faire varier de façon très appréciable la valeur intrinsèque du titre.

§ 2. — *Les garanties de paiement.*

Il est un autre élément que le capitaliste désireux d'investir ses fonds en valeurs à revenu fixe doit considérer attentivement. Ce sont les garanties et

(1) « Nous n'empruntons jamais une livre sterling sans, à l'avance, nous procurer, au moyen d'un nouvel impôt, les fonds nécessaires pour couvrir l'intérêt et un large fond d'amortissement ; les seuls fondements sur lesquels peut reposer le Crédit national sont alors mis en pleine lumière. » A. Chamberlain, Ch. des Communes, 27 août 1914-17 septembre 1914, cité par G. JÈZE, *Fin. publ.*, Paris, 1927, p. 41.

sûretés (1) que le débiteur promet à son créancier.

Ces garanties et sûretés peuvent être soit personnelles, soit réelles.

L'État français donne sa garantie à certains emprunts. C'est une sûreté personnelle de premier ordre. Rarement des États jouissant d'un bon crédit cautionnent des emprunts émis par d'autres États en mal d'argent. Citons cependant à titre d'exemple : les obligations de l'Emprunt Égyptien 3 % 1885, émises avec la garantie conjointe et solidaire de la Grande-Bretagne, de l'Allemagne, de l'Autriche-Hongrie, de la France, de l'Italie et de la Russie ; Les obligations helléniques or 2 1/2 % 1898, émises avec la garantie conjointe de la France, de la Grande-Bretagne et de la Russie.

Les États à crédit déprécié sont obligés, s'ils veulent se procurer de l'argent, d'accorder à leurs prêteurs des sûretés réelles. Elles seront constituées par l'affectation, au service de l'Emprunt, de certaines recettes, d'un rendement sûr et facilement contrôlable, tel que les impôts sur les douanes, sur le tabac, sur le sel... Ce n'est qu'à la dernière extrémité qu'un État se résout à affecter une recette en garantie d'un emprunt, car le contrôle international qui généralement accompagne cette affectation est, sans conteste, une atteinte à son prestige.

Comme exemple d'emprunts d'État munis d'une sûreté réelle citons : les obligations privilégiées

(1) Gaston JÈZE, Cours de Science des Fin., 6^e édition, *La technique du crédit public*, I, 1925, p. 326 à 442.

d'Égypte avec hypothèque spéciale sur les Chemins de fer Égyptiens et le port d'Alexandrie ;

Les obligations ottomanes 4 % 1891 et 3 1/2 % 1894, garanties par le tribut d'Égypte (1) ;

Le 6 % autrichien garanti 1923, cautionné par la France, l'Angleterre, la Tchécoslovaquie, etc., et muni d'un gage spécial sur les recettes brutes des douanes et du monopole du tabac (combinaison d'une sûreté réelle et une sûreté personnelle).

Si la sûreté personnelle est sérieuse, si elle comporte par exemple la signature de la Grande-Bretagne, le capitaliste n'a rien à craindre ; si la sûreté réelle est convenablement gérée, elle peut présenter une garantie appréciable. Cependant la sûreté réelle, le gage accordé par un État à ses créanciers n'assurera jamais au capitaliste une sécurité absolue.

Le Code civil français exige pour la constitution du gage : la remise de la chose au créancier ou à un tiers convenu (art. 2076). Il reconnaît au créancier le droit de faire vendre le gage et de se faire payer par préférence sur le prix (art. 2078, 1^o, 2073, 2102, 2^o), le droit de conserver le gage jusqu'à extinction complète de toute la dette (art. 2082, 2^e al.).

Toutes ces conditions, lorsqu'il s'agit d'États étrangers, sont difficilement réalisables. Comment vendre des droits de douane, l'exploitation d'un monopole ? Les gendarmes internationaux n'existent

(1) Le tribut d'Égypte doit être envoyé directement à la Banque d'Angleterre et à MM. de Rothschild, sans passer en Turquie. L'Égypte devenue État indépendant en refusa le paiement. Ce ne fut qu'après un arrêt de la Cour de la Haye qu'elle a repris ses paiements en mai 1926.

pas encore ! La création de commissions de dettes a été un grand pas dans l'amélioration des constitutions de gage. Certaines, comme la Commission hellénique et la Commission égyptienne, dont les membres sont nommés avec l'assentiment des Gouvernements, présentent une grande sécurité ; les revenus dont elles ont la charge ne sauraient être détournés de leur affectation. Mais que dire de la Commission ottomane qui est une émanation, sans grande autorité, des porteurs (1) !

Le capitaliste sera toujours bien inspiré en évitant les emprunts à gages spéciaux. On ne prête, avec quelque sécurité, qu'aux États jouissant d'un excellent crédit.

Les titres à revenu fixe émis par des Sociétés de commerce, peuvent comporter, eux aussi, des garanties.

Certains sont cautionnés par un État à crédit de premier ordre. C'est là une sûreté d'une grande valeur.

D'autres sont émis avec constitution d'hypothèque :

« Le contrat d'hypothèque est passé par la Société avec le banquier émetteur des titres, gérant d'affaires de tous les souscripteurs futurs. L'inscription hypothécaire sera faite à la requête de ce gérant... Le contrat d'émission pourra également réunir les obligataires en une société civile dont l'opération

(1) S. Robert-MILLES, *op. cit.*, p. 42 et s.

d'entrée consistera à désigner un mandataire chargé de prendre l'inscription hypothécaire (1). »

La garantie d'un État à crédit de premier ordre, une bonne hypothèque, voilà des sûretés qui doivent donner tous apaisements au capitaliste.

Il va sans dire que certaines Sociétés possédant un actif considérable, distribuant à leurs actionnaires des dividendes réguliers, ayant toujours scrupuleusement tenu leurs engagements, peuvent émettre des emprunts obligataires sans avoir à donner de garanties à leurs souscripteurs. Le capitaliste s'intéressera à leurs émissions sans courir de risque.

Mais le emprunts offerts par des Sociétés nouvelles ou de surface insuffisante ne doivent retenir son attention que s'ils sont épaulés par une forte garantie (2).

Cependant, même dans ces conditions, tout aléa ne saurait encore être écarté. A la suite de la dernière guerre, la dépréciation de certains instruments monétaires a fait subir aux porteurs d'obligations des pertes considérables. Les valeurs à revenu fixe françaises émises avant 1914 ont perdu aujourd'hui

(1) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 479, n° 1.

(2) Au début de 1930 de très nombreux emprunts obligatoires ont été émis. Des Sociétés nouvelles ont cherché à placer dans le public, sans garanties, un capital-obligation supérieur à leur capital-action. Une société ayant deux mois d'existence et un capital de 1.500.000 francs cherchait à placer un emprunt 5 1/2 % de 6 millions. Comme la Société, vu son jeune âge, n'avait pas de gage à offrir à ses obligataires, qu'elle ne possédait d'ailleurs pas de bilan, elle affirmait avec force que son emprunt ne jouirait d'aucune garantie spéciale. *Journ. des Fin.*, 17 janv. 1930.

les 4/5^e de leur valeur (1). De telles perturbations financières sont heureusement fort rares !

§ 3. — *La clause-or.*

Il semble cependant qu'il existe un moyen pour l'épargnant acquéreur de titres de rente ou d'obligations d'éviter les risques d'une dépréciation monétaire. Il lui suffit de ne souscrire qu'à des emprunts libellés en or. « La clause payable en monnaie d'or devrait se trouver dans tous les emprunts publics d'État. Elle marquerait la volonté des gouvernants de ne point faire une faillite déguisée par dépréciation de la monnaie nationale. Mais pratiquement, les gouvernants hésitent à inscrire la clause de paiement en or ; ils craignent de diminuer par là le prestige national, d'exprimer des doutes sur la valeur future de la monnaie nationale (2). »

Les États-Unis, pays à crédit de premier ordre, pratiquent la clause-or. En France, le 4 % 1925 à garantie de change est un emprunt payable au cours de la monnaie d'or (livre sterling). La Belgique, en 1926, a également émis un emprunt à garantie de change. Généralement, les pays à crédit de second ordre ne trouvent des prêteurs qu'à la condition de stipuler une clause de paiement en or (Amérique Centrale et du Sud, Chine, Europe Centrale).

Les pays jouissant d'un bon crédit, ne pratiquant

(1) Loi de stabilisation du 25 juin 1928.

(2) Gaston JÈZE, Cours de science des Finances ; *Le Crédit public*, Paris, 1928, p. 51.

pas chez eux la clause-or, lorsqu'ils empruntent à l'étranger promettent, pour assurer la pleine réussite de l'opération, d'effectuer le service de l'emprunt en monnaie d'or, ou dans la monnaie légale du pays où l'emprunt est émis. Parfois, ils réservent aux seuls étrangers le bénéfice de cette clause, exigeant qu'ils fassent la preuve de leur nationalité ou de leur résidence au moyen d'un affidavit.

Les Sociétés de commerce, quand elles émettent des emprunts à l'extérieur, sont parfois amenées à stipuler le paiement des coupons et du capital, en cas d'amortissement, en monnaie d'or.

Le service financier de ces obligations, dites à change, peut être fait en monnaie de différents pays supposée au pair de l'or. Il a été jugé que dans ce cas l'option de change appartient au créancier (1). Il est certain en effet que c'est « pour faciliter le placement et la circulation des titres sur divers marchés, en laissant à leur propriétaire le choix de se faire payer en plusieurs pays et diverses monnaies, que pareille clause a été stipulée (2). »

(1) Trib. civ. Seine, 14 nov. 1923, D. H. 1924,19 ; Paris, 15 fév. 1924, D. H. 1924,189 ; Trib. civ. Seine, 12 mars 1924, D. H. 1924,307 ; Paris, 20 mars 1924, D. H. 1924,289 (et sur pourvoi Req., 17 juillet 1929, D. H. 1929,410 (aff. El Hogar Argentino) ; Trib. civ. Seine, 2 juin 1926, D. H. 1926,414 ; 18 janv. 1928, D. H. 1928,205 ; Paris, 19 janv. 1928, D. H. 1928,93 ; Trib. civ. Seine 8 fév. 1928, D. H. 1928.192 (infirmé Paris, 7 mars 1929, D. H. 1929,240) ; 25 juillet 1928, D. H. 1929,504 ; 13 fév. 1930, S. 1930,2.30 ; Cour de justice de La Haye, 12 juillet 1929, D. H. 1930,2.45 CLUNET, (Emprunts serbes et brésiliens) ; Civ., 3 juin 1930,361 (Crédit foncier franco-canadien). Cf. entre particuliers, Civ. 23 janv. 1924 (2^e), esp., D. 1924,1.41, S. 1925,1.257 ; Chambéry, 31 mars 1925 et Req. 2 Août 1926, D. H. 1926, 417.

(2) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 483, n° 1.

La clause-or inscrite dans un emprunt, de collectivité publique ou privée garantit-elle complètement le porteur de ces titres contre toute dépréciation de sa monnaie nationale ? Il est à croire que non, si l'on en juge par les nombreux différends qui, ces dernières années, depuis la stabilisation du franc, ont surgi entre créanciers français et débiteurs étrangers. Certains débiteurs étrangers émettent la prétention d'assurer le service financier des emprunts-or, émis en France avant la guerre, en nouveaux francs de la loi du 25 juin 1928. Certes l'opération est avantageuse pour eux ; elle est désastreuse pour les porteurs français. Le 26 avril 1930, M. Charles Dumont, rapporteur général de la Commission des Finances du Sénat, à l'occasion de la discussion des dégrèvements sur les opérations de Bourse et les valeurs mobilières, présentant à la tribune de la Haute Assemblée un raccourci de cette situation, s'exprimait en ces termes (1) : « Dans ce portefeuille de valeurs étrangères, il y avait des fonds brésiliens, des fonds serbes, des fonds japonais, des fonds de bien des nations puisque la France, avant 1914, avait cette situation heureuse d'être le banquier du monde. On nous a mal payés ou bien on nous a payés dans une monnaie singulière... Pour ma part, j'ai confié à mes collègues de la Commission des Finances que j'espérais bien n'être jamais assez fort en droit pour comprendre comment pour l'emprunt

(1) *J. O.* 26 avril 1930, p. 1240.

d'une ville, par exemple, qui est libellé en livres sterling, on pouvait continuer de payer en livres sterling les Anglais, en dollars les Américains et en francs diminués des $4/5^e$ de leur valeur les Français, alors que le libellé était unique. Nos Cours d'appel ont rendu des arrêts différents. Mais lorsque nous avons vu les arrêts des Cours de Paris et de Besançon (1), nous avons pu espérer que la Cour de Cassation aurait hâte de régler le litige...

» C'est là une question qui requiert l'attention du gouvernement, au moment où il demande toute une législation pour accueillir sur le marché de Paris les valeurs étrangères... En vous donnant les textes que nous allons voter, nous croyons avoir le droit de vous inviter à remplir un devoir..., celui d'obtenir de la Cour de Cassation... un arrêt définitif. » Si cet arrêt tardait, ajoute le rapporteur, pourquoi ne pas proposer un texte interprétatif de l'article 2 de la loi du 25 juin 1928.

Nous n'avons pas ici à étudier dans le détail la très délicate question soulevée par M. Ch. Dumont. Son examen fait naître des problèmes d'ordre juridique, diplomatique et financier qui n'ont à aucun moment échappé au gouvernement français. Mais les conséquences du vote d'un texte interprétatif de l'article 2 paraissent devoir être telles que l'hésitation de nos gouvernants est légitime. Il convient de ne pas oublier que si les capitalistes français sont

(1) Paris, 7 mars 1929 (Aff. Ville de Tokio), D. H. 1929, 240; Besançon 11 décembre 1926.

créanciers de bon nombre de nations, le Trésor français est débiteur de sommes empruntées à l'étranger et dont il sert les arrérages en francs de 1928. La valorisation de toutes nos créances extérieures serait susceptible d'amener en contre-partie la valorisation des dettes que nous avons contractées auprès de ressortissants étrangers et peut-être aussi, car il faut tout prévoir, la valorisation de tout ou partie de notre dette intérieure. Il y a là de quoi donner à réfléchir à un ministre des Finances et à un ministre du Budget.

D'autre part, chaque emprunt est un cas d'épèce (1) dans lequel ce qu'on appelle du terme général de clause-or est envisagé sous des aspects différents. Tantôt il s'agit de paiement en monnaie d'or, tantôt de paiement en plusieurs monnaies à un taux d'équivalence indiqué par le prospectus d'émission (2), tantôt la clause d'option de change est stipulée (3). Dans ces cas-là, il semble que le paiement des arrérages et du principal en francs de Germinal ne fasse pas de doute. Mais lorsque le titre ne comporte qu'une option de place, l'hésitation est permise (4).

(1) Paris, 7 mars 1929, préc. Solutions analogues : Trib. civ. Seine, 5 juin 1924, D. H. 1924, 523 ; 1^{er} avril 1925, D. H. 1925, 349 (Canal de Suez) ; Civ. 9 juillet 1930, *Gaz. du Pal.*, 12 août.

(2) Req 11 juillet 1917, S. 1918, 1.215 ; Civ. 23 janvier 1924, *Revue du droit int. privé*, 1925, p. 509 ; Req. 9 mars 1925, D. H. 1925, 237 ; Trib. civ. Seine, 2 juin 1926, D. H. 1926, 414.

(3) Voir jurispr. citée *supra* p. 32 ; n° 1 et Civ. 14 janvier 1931 (Tokio), *Inf. fin.* 17 janv. 1931.

(4) Nancy, 9 nov. 1926, D. H. 1927, 12 ; Trib. comm. Seine, 23 janv. 1929, *Gaz. Pal.*, 1929, 1.346 ; Chambéry, 25 nov. 1929, D. H. 1930, 59 ; Trib. civ. Seine, 27 nov. 1929, D. H. 1930, 61 ; Orléans, 18 déc. 1929, D. H. 1930, 155.

Quoi qu'il en soit et sans entrer plus avant dans cette question, nous ne pouvons que conseiller aux souscripteurs d'emprunts étrangers de lire très attentivement les prospectus d'émission et de s'abstenir de toute souscription, si le libellé ne leur paraît pas d'une impressionnante clarté.

§ 4. — *L'internationalisation des titres.*

L'internationalisation des titres est un renforcement de garantie accordé aux souscripteurs. La question a été fort discutée au moment de l'émission de l'emprunt international allemand 5 1/2 % 1930 (Plan Young). On sait qu'en vue de transformer une partie de la dette politique allemande des réparations en dette commerciale, le gouvernement allemand a émis un emprunt extérieur divisé en neuf tranches nationales bien distinctes : française, anglaise, allemande, belge, italienne, suisse, hollandaise et suédoise. Le Reich a maintenant en face de lui neuf groupes de créanciers.

Cette façon de procéder a été vivement critiquée par M. Gaston Jèze (1). A son avis, l'emprunt allemand aurait dû être complètement internationalisé, sans qu'il soit possible de faire aucune discrimination entre des souscripteurs de différentes nationalités. En cas de guerre avec la France, il serait facile au gouvernement allemand de suspendre le service de

(1) *Journ. des Fin.*, 27 juin 1930.

la tranche française tout en continuant à payer les arrérages des tranches souscrites par des pays neutres. Le crédit allemand n'en souffrirait pas le moins du monde ; seuls les capitalistes français seraient dépouillés.

Le seul moyen de protéger les porteurs français consistait dans l'internationalisation complète des titres, avec faculté de négociation, sans distinction de tranche nationale, sur tous les marchés où l'emprunt devait être coté. Toute mesure d'affidavit aurait dû être interdite au Reich en ce qui concerne le paiement des intérêts et du principal.

Un emprunt internationalisé, ainsi que le propose M. Gaston Jèze, offre au capitaliste le maximum de sécurité.

§ 5. — *Influence de certains facteurs économiques sur les valeurs à revenu fixe.*

Les variations des prix et du taux de l'intérêt engendrent pour les valeurs à revenu fixe des conséquences qu'il convient d'examiner.

A) PÉRIODE DE BAISSÉ DES PRIX
ET DU TAUX DE L'INTÉRÊT

Lorsque baissent les prix et le taux de l'intérêt, les valeurs à revenu fixe atteignent leurs plus hauts cours.

En 1930, la chute des prix de gros et le bon marché de l'argent ont porté les grands emprunts français

(le 3 % excepté) au pair ou au-dessus du pair. Dans quelle mesure les rentes perpétuelles et les obligations amortissables profitent-elles de la hausse? Le cours des rentes perpétuelles monte plus vite que celui des obligations amortissables (1). Soit une rente perpétuelle 6 % valant 60 francs et une obligation amortissable 5 % de même qualité valant à la même époque le même prix. La situation financière s'améliore, le taux de l'argent baisse. Les cours des deux titres s'élèvent. Mais, à mesure que l'obligation se rapproche du pair, l'élément variable, la prime de remboursement, décroît jusqu'à devenir nulle, quand le pair est atteint. L'obligation ne rapporte plus alors que 5 %. Aucun élément variable ne venant se surajouter au rendement de la rente, elle rapportera en toutes circonstances 6 % par coupure de 100 fr., et atteindra le pair dès que, sur le marché, le taux d'intérêt moyen sera de 6 %. L'obligation amortissable devra attendre, pour atteindre ce cours, que le loyer de l'argent se soit abaissé à 5 %. Donc, à mesure que la valeur intrinsèque des deux titres s'accroît, celle de l'obligation se trouve freinée par la diminution de la prime de remboursement.

Lorsque les deux titres ont légèrement dépassé le pair, leur hausse est terminée. L'argent étant à meilleur compte sur le marché, les débiteurs s'efforceront de rembourser les dettes anciennes trop onéreuses. Les gouvernements, s'ils n'en sont pas empêchés

(1) A. DE MIRIMONDE, *op. cit.*, p. 251.

par une des clauses du contrat d'émission, convertiront leurs rentes perpétuelles.

La conversion (1) est une option que l'État débiteur offre à ses créanciers entre le remboursement au pair de sa dette et une diminution d'intérêt. Le porteur de rente qui se laisse acculer à une conversion n'a généralement aucun avantage à accepter le remboursement, car le taux de l'intérêt est tel sur le marché qu'il ne trouvera pas un placement plus rémunérateur que la nouvelle rente que lui offre l'État.

Parfois, en émettant un emprunt, un État ou une Société s'engagent à ne pas rembourser et, par conséquent, à ne pas convertir avant un certain nombre d'années. Ainsi les rentes françaises 4 % 1917 et 1918 ne sont convertibles qu'en 1943 et 1944. La période d'inconvertibilité est plus courte pour les autres emprunts : le 5 % 1915-1916 et le 6 % 1920 sont convertibles en 1931 ; le 6 % 1927, le 1^{er} mai 1931 ; le 5 % 1928 en 1932.

Les capitalistes achèteront beaucoup moins volontiers un titre menacé de conversion ou susceptible d'être remboursé à bref délai.

Il est arrivé que le prospectus d'émission soit muet sur cette question. Le cas s'est produit pour les emprunts suivants : Obligations 6 % de la Caisse autonome (janvier 1927) ; bons du Trésor 7 % à

(1) G. JÈZE, Cours Sc. des Fin., 6^e édit., *Techn. du crédit public*, II, 1927, p. 123 et s. ; L. TROTARAS, *Sc. et législ. fin.*, Paris, 1929, p. 378 et s.

15 ans (janvier 1927) ; rentes 6 % 1927. Seuls les décrets d'autorisation parus au *Journal Officiel* faisaient mention de la date de remboursement.

Quand un titre amortissable dépasse le pair, le revenu décroît et, à chaque remboursement, le capitaliste perd une fraction de son capital.

En 1930, la plupart des valeurs à revenu fixe ont dépassé le pair. Il est courant que des obligations amortissables 6 %, cotées 520 francs en Bourse, sortent au tirage et soient remboursées à 500 francs, faisant ainsi subir à leur porteur une perte de 20 fr. par titre. Notons que, dans le cas de dette amortissable, le terme doit être présumé stipulé aussi bien en faveur du créancier que du débiteur et le remboursement ne pourra être fait par anticipation que s'il est prévu par une clause expresse de l'acte d'emprunt (1).

On peut donc dire que pour les rentes perpétuelles, comme pour les obligations amortissables, le pair est un pôle d'attraction et qu'elles ont les plus grandes difficultés à le dépasser. L'épargnant ne doit donc acheter que des valeurs à revenu fixe au-dessous du pair et du taux d'intérêt le moins élevé qui soit sur le marché. Négligeant une perte d'intérêt passagère, il s'assure un revenu pour longtemps à l'abri des conversions et accroît en définitive son capital. M. Leroy-Beaulieu (2) donne de ce principe une éclatante démonstration :

(1) Paris, 28 nov. 1895, (aff. des obligataires de la Compagnie de l'Est), rejet du pourvoi par requête 21 avril 1896, S. 97.1.481 et note CHAVEGRIN.

(2) LEROY-BEAULIEU, *op. cit.*, 1906, p. 131.

« Au commencement de janvier 1880, la rente française 5 % cotait 116, la rente française 3 % 82. En plaçant 100.000 fr. dans la rente 5 %, on avait ainsi un revenu net de 4.310 fr. ; en plaçant la même somme en rente 3 %, on n'obtenait qu'un revenu de 3.650 fr. Cette différence de 660 fr., ou de 0,66 % dans le revenu, attirait beaucoup d'acheteurs à la rente 5 %. C'était une grande faute que commettaient ceux qui recherchaient ces fonds. En effet, en 1883, la rente 5 % fut réduite à 4 1/2 et celui qui avait placé 100.000 fr. en 5 % au cours de 116 et qui en retirait 4.310 fr. de revenu ne toucha plus ainsi que 229 fr. de plus que celui qui avait placé les 100.000 fr. en 3 % au cours de 82 fr.

» En 1894, le 4 1/2 % fut converti en 3 1/2 % ; le rentier qui, en 1880, avait placé 100.000 fr. en 5 % au cours de 116 fr., ne toucha plus que 3.017 fr., tandis que celui qui, également en 1880, avait placé 100.000 fr. en 3 % au cours de 82 continuait à toucher 3.650 fr., ce dernier ayant, à partir de 1894, sensiblement plus de revenu que le premier.

» En 1902, on convertit le 3 1/2 % en 3 % ; le rentier qui, en 1880, avait placé 100.000 fr. en rente 5 % au cours de 116 ne toucha plus que 2.586 fr. de rente, tandis que le rentier qui avait placé la même année 100.000 fr. en rente 3 %, au cours de 82 conserva ses 3.650 fr. de revenu, soit 1.000 fr. de plus. »

Le rentier qui a préféré le 3 % au 5 % finit par avoir un revenu plus élevé de 40 %. Ses titres en 1905

valent 120.450 fr., alors que les anciens 5 % ne valent plus que 85.340 fr.

Ainsi, dans les périodes de baisse du taux de l'intérêt, il faut préférer aux rentes d'un revenu élevé celles dont le taux d'intérêt est le plus bas et qui sont cotées au-dessous du pair; on évite ainsi les risques de conversion, on donne plus de stabilité à son revenu, on accroît finalement son capital.

B) PÉRIODE DE HAUSSE DES PRIX ET DU TAUX DE L'INTÉRÊT

En période de hausse des prix et d'argent cher, les cours des valeurs à revenu fixe baissent. Les rentes perpétuelles sont sensiblement plus affectées que les obligations amortissables. Plus les cours de ces dernières fléchissent et plus la prime de remboursement augmente. Dès lors, leur chute est freinée par cette possibilité d'un remboursement au pair. La prime importante que le porteur touche à chaque remboursement lui permet d'effectuer de nouveaux investissements. Il choisira de préférence des obligations amortissables à très court terme, de façon à pouvoir profiter de toute nouvelle hausse du taux de l'intérêt.

§ 6. — *Les bons.*

Les bons sont des placements à court terme qui, au cours de la guerre et pendant la période troublée qui l'a suivie, ont obtenu auprès du public un grand succès. Les bons du Trésor ont pour but

de procurer à la Trésorerie des ressources temporaires. Ils sont toujours à très court terme. Lorsque la date de remboursement est plus éloignée (20 ans), on tend à les appeler obligations du Trésor.

Les bons de la Défense nationale, émis dès le début de la guerre, ont connu une vogue extraordinaire. Soumis à un régime fiscal privilégié, ils constituaient un moyen de placement pratique dont la date de remboursement toujours rapprochée était, en période de hausse des prix, un incontestable avantage.

Notre Trésorerie n'émet pas pour le moment de bons du Trésor. Quant aux bons de la Défense nationale, leur gestion a été confiée à la Caisse autonome créée par la loi du 10 août 1926.

Les Sociétés de commerce émettent, elles aussi, des bons. Pendant la période de guerre et d'après-guerre, leur durée d'amortissement a varié de cinq à dix ans,

§ 7. — *Les obligations à prime et à lots.*

Les obligations à prime de remboursement sont des titres que l'on trouve de façon courante sur le marché. L'obligation est émise au taux nominal de 500 fr., mais le prêteur ne verse que 400 fr. par exemple. L'écart constitue la prime. Le fisc, lors du remboursement, considère cette prime comme un revenu et lui fait acquitter l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. Si les Sociétés de commerce et les États émettent de façon courante des obli-

gations à prime, c'est que les capitalistes sont très friands de ces sortes de titres. L'épargnant, au moment du remboursement, a l'impression qu'il réalise un gain en capital. En réalité, la valeur de la prime vient en déduction des intérêts servis. C'est incontestablement un moyen de favoriser l'épargne. « La prime de remboursement est l'accumulation de la partie des intérêts à laquelle renonce momentanément le capitaliste ; il la retrouvera plus tard sous forme de prime ; c'est une combinaison d'épargne et d'intérêts composés. » (G. Jèze).

Les emprunts français, toujours émis au-dessous du pair, comportent une prime de remboursement. Les États-Unis sont tout à fait hostiles à cette pratique. Il leur est même arrivé d'émettre des emprunts au-dessus du pair (1821 et 1911). L'Angleterre, l'Italie, l'Allemagne émettent aussi des emprunts avec prime, mais ils ne font pas de cette formule une règle comme la France.

La caractéristique des obligations à lots (1) est que certains titres désignés par le sort sont remboursés par de très grosses primes. Le fisc perçoit sur ces primes un impôt d'un taux assez élevé. L'épargnant, attiré par l'appât d'un gain important, a une affection particulière pour ce genre de titres. Les lots sont constitués par la réduction (emprunt à lots) ou la suppression (emprunt loterie) de l'intérêt servi. Ces émissions, qui sont de véritables loteries, ne sont

(1) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 487.

autorisées que moyennant une loi spéciale dérogeant aux dispositions de la loi de 1838, complétée par la loi du 18 avril 1924. Certains établissements, exceptionnellement, peuvent être autorisés à émettre des obligations à lots par un simple acte administratif. (Crédit Foncier de France, décret du 21 décembre 1853, art. 8.)

Les obligations à lots ont donné lieu, de la part de certains intermédiaires, à des ventes à tempérament à des cours plus élevés que ceux pratiqués à la Bourse. La loi du 12 mars 1900 a réglementé ces ventes ; la loi du 4 décembre 1926 les a interdites.

L'emprunt à lots, véritable loterie, est une forme de l'escroquerie publique. C'est une combinaison immorale qui mérite la censure formulée par B. Franklin : « Quiconque vous dira qu'on peut s'enrichir légitimement autrement que par le travail et l'épargne est un empoisonneur public. »

Les États-Unis et l'Angleterre (depuis 1824) ne pratiquent pas ce mode d'emprunt. Beaucoup d'États, avant la guerre de 1914, y avaient renoncé. L'Allemagne, la Belgique, la France (Crédit National) y sont revenus.

Nous conseillons vivement au capitaliste d'éviter les obligations à lots. Elles sont faites pour attirer l'épargnant, pour lui faire sacrifier le certain (un intérêt normal) contre une chance infinitésimale de gain.

Si un capitaliste était assez riche pour pouvoir

acquérir tous les titres d'un emprunt à lots, il gagnerait tous les lots et cependant, en fin de compte, il aurait perdu sur l'intérêt de ses capitaux $1/2$ à $3/4$ %.

De cet exposé, il faut conclure que les valeurs à revenu fixe qui, pendant fort longtemps, ont été considérées avec juste raison comme « le placement » par excellence n'ont plus droit de nos jours à ce qualificatif. Les avantages dont on les parait, stabilité du revenu, conservation assurée d'un capital n'ont pas pu résister dans bien des cas aux événements qui ont suivi la guerre 1914-1918. Beaucoup de ces titres sont responsables des pertes énormes subies par les portefeuilles au cours de la période de troubles monétaires dont nous sortons à peine.

SECTION II

Valeurs à revenu variable

Avant la guerre, la grande masse des capitalistes français évitait soigneusement les valeurs à revenu variable. Quiconque investissait ses capitaux en actions était taxé d'imprudence, voire même de prodigalité. Aujourd'hui, bien des Français ont changé d'avis. Les pertes lourdes que leur ont fait subir leurs titres à revenu fixe, la bonne tenue des valeurs à revenu variable de classe, pendant la période

d'après-guerre (1), sont les causes de cette volte-face. Les capitalistes ont compris qu'en agissant avec prudence, qu'en mettant en portefeuille des titres de bonne réputation, ils pouvaient pour des placements à long terme, non seulement obtenir un revenu convenable, mais encore, profitant de la prospérité de certaines entreprises, augmenter notablement leur capital.

§ 1. — *Détermination du revenu net d'une action* (2).

La notion de revenu net d'une action est complexe. Elle comprend deux éléments principaux : le dividende, d'une part, et, d'autre part, l'augmentation progressive du capital dans une entreprise bien gérée.

Le taux du dividende d'une action est différent suivant qu'on le calcule d'après la valeur nominale du titre ou d'après les cours en Bourse.

Quand on dit qu'une entreprise distribue un divi-

(1) Cours comparés de quelques grands titres à revenu variable cotés à la Bourse de Paris (1914 et 1929).

Juillet 1914		Novembre 1929	
Crédit Foncier	870	5.500	
Crédit Lyonnais	1.600	3.100	
Suez, act. de cap.	4.700	21.400	(action dédoublée)
Elect. de Paris.....	570	4.950	
Electro-Dives.....	480	3.000	
Ouest-Lumière	145	900	
Blanzy	676	1.400	
Senelle-Maubeuge.....	1.074	4.100	
Mokta-el-Hadid.....	2.192	9.950	

(2) A. DE MIRIMONDE, *op. cit.*, p. 308.

dende de 15 % par exemple, ce taux est calculé sur le nominal de l'action. Par contre, lorsqu'on constate que le rendement d'un titre est faible, à une époque donnée (2 % par exemple), la base du calcul est fournie par le cours du titre en Bourse.

C'est surtout le rendement comparé au cours sur le marché qui intéresse le capitaliste. En France, les affaires les plus prospères distribuent des dividendes qui, comparés aux cours cotés en Bourse, semblent très faibles.

Citons à titre d'exemple le revenu brut de quelques titres estimés de grande classe (1).

Banque de France	2.59 %
Crédit Foncier	2.48 »
Crédit Lyonnais	3.09 »
Lyonnaise des Eaux	1.83 »
Paris. de distribution	2.20 »
Générale d'Électricité	2.47 »
Havraise électrique	2.77 »
Air comprimé	2.66 »
Forges et Aciéries du Nord et de l'Est.	1.52 »
Longwy	2.22 »
Senelle-Maubeuge	1.86 »
Béthune	1.86 »
Aniche	2.36 »
Anzin	2.68 »

(1) Le calcul a été fait sur les cours du 3 janvier 1930.

Mokta-el-Hadid	2.93 »
Pechiney	2.17 »
Rhône-Poulenc	1.30 »
Saint-Gobain	1.96 » etc.

D'autres titres, dont les perspectives d'avenir sont moins favorablement appréciées par la Bourse bien qu'ils appartiennent cependant à des entreprises très recommandables, ont un rendement plus élevé (1). Citons :

Chemins de fer de l'État	4.55 %
Chemins de fer du Midi	4.98 »
Chemins de fer P.-L.-M.	5.21 »
Chemins de fer de Santa Fé	5.30 »
S. T. C. R. P.	5.96 »
Cie générale des Eaux	4.20 »
Perenchies	5.66 »
Firminy	4.11 »
Hotchkiss	4.18 »
Fives-Lille	4.25 »
La Chiers	4.40 »
Tréfileries Havre	5.12 »
Auby	4.80 »
Say	4.73 »
Damoy	4.90 »
Galleries Lafayette	6.12 »
Havas	5.51 »

(1) Cours du 3 janv. 1930.

Bergougnan.....	4.91	»
Hachette	5.37	»
Printemps	5.98	» etc.

Le capitaliste ne doit prélever sur le revenu de ces valeurs, déduction faite des impôts, qu'une prime d'assurance contre les dépréciations beaucoup plus faible que sur le revenu des obligations (5 % au lieu de 10 à 15 %). Les bonnes Compagnies françaises, en effet, constituent d'importantes réserves qui leur permettent de stabiliser le dividende. Généralement, elles n'augmentent leurs répartitions que quand elles sont assurées de pouvoir les maintenir, même si les résultats des exercices suivants sont moins favorables.

Les Compagnies étrangères ne suivent pas la même politique. Elles distribuent de substantiels dividendes, mais ne s'efforcent pas de les maintenir par le jeu des réserves dans les périodes de crises économiques.

Citons à titre d'exemple le rendement de quelques grandes vedettes américaines (1).

Canadian Pacific	4.92	%
New York Central	4.69	»
Pensylvania.....	4.22	»
American Can	3.08	»
Americ. Teleg. and Tel.....	4.10	»

(1) Cours du 15 nov. 1929

Americ. Tobacco	4.28 »
Du Port de Nemours	4.77 »
General Electric	3.03 »
Int. Harvester	3.30 »
Standard-Oil New-Jersey.....	2.48 »
U. S. Steel	4.27 »
Westinghouse	3.25 »

Certaines affaires dont le revenu est particulièrement élevé portent en elles des germes de dépérissement. Les brevets exploités vont tomber dans le domaine public, les concessions approchent de leur fin, les mines sont près de s'épuiser. Il n'est pas prudent de conserver en portefeuille ou d'acquérir de telles valeurs. Si toutefois on veut profiter des gros dividendes qu'elles distribuent, il est nécessaire de prélever sur eux une prime d'amortissement de 15 à 20 %, afin de compenser la perte que l'on subira le jour où la participation sera remboursée.

Mais le dividende ne doit pas être considéré comme le seul revenu des actions. Nous avons dit plus haut combien était prudente la gestion de certains Conseils d'administration. Bien loin de faire apparaître dans les bilans la totalité des bénéfices, ils constituent des réserves qui souvent sont occultes (1). Ces réserves permettent à la Société, sans avoir à faire appel à de

(1) Exemple de réserves occultes : La Société Mokta-el-Hadid possède des participations industrielles inscrites au bilan pour 24.560.110 fr. En 1930, des indiscrétions ont permis de connaître la composition de ce portefeuille. Évalués aux cours du 14 mai 1930, les seuls titres cotés avaient une valeur boursière de 265.711. 265 fr., *Inf. fin.*, 21 mai 1930.

nouveaux capitaux, de poursuivre son développement pour le plus grand bénéfice de ses actionnaires. On dit que l'entreprise se finance elle-même.

En 1923, M. Hacault (1) au cours d'un exposé à la Société d'économie politique, disait des réserves des Sociétés :

« Elles sont le volant régulateur qui permet d'assurer une marche constante à travers les mauvaises périodes ; elles sont l'assurance que l'on constitue soi-même contre toutes sortes de risques. »

Il comparait la situation en 1910 d'un capitaliste ayant investi 100.000 fr. en 1900, dans les Mines de Lens, Société française à gestion prudente et celle d'un autre capitaliste ayant investi la même somme dans les Charbonnages allemands Harpener dont les distributions de bénéfices sont très larges en période de prospérité.

HARPENER

Achat en 1900 de 66 titres à 1.500 fr.....	99.000 »
Revenu brut en 10 ans.....	51.224 »
Revenu en %	5,12
Valeur en capital en 1910 : 1.200×66	79.200 »

Soit une perte de 20.000 fr. à peine compensée par des souscriptions à des augmentations de capital ou par la vente des droits de souscription.

LENS

Achat en 1900 de 1331/100 ^e d'action à 750 fr. . .	99.750 »
Revenu brut en 10 ans	44.152 50
Valeur en capital en 1910 : 1.200×133	159.600 »
Plus-value + dividendes.....	103.000 »
Rapport moyen %.....	10 %

(1) Cité par L. JANIN, *La Vie financière des Sociétés*, Paris, 1929

Autre exemple : L'actionnaire d'origine de la Société Lyonnaise des Eaux et de l'Éclairage qui possédait 5 actions et avait versé 2.500 francs-or, soit 12.500 francs-papier, en tirait avant la guerre un revenu de 32 francs-or par action, soit au total 160 francs-or ou 800 francs-papier. Ce même actionnaire avait, au début de 1930, 12 actions de capital et 18 actions de jouissance, en ayant versé en deux fois, en 1924 et 1925, un complément de 3.350 francs. Ces titres, qui représentaient alors une valeur totale de 100.000 francs environ pour un débours de 15.850 francs-papier, lui assuraient pour 1930 un revenu brut de 2.025 francs (1).

Ces exemples montrent qu'un capitaliste qui fait un investissement à long terme doit s'efforcer d'entrer dans des entreprises qui, si elles ne distribuent pas des dividendes très élevés, possèdent de larges possibilités d'avenir.

§ 2. — *Etude économique d'une valeur.*

Si la considération du revenu net a son importance dans le choix d'une valeur à revenu variable, l'évaluation approximative de sa valeur intrinsèque n'est pas moins intéressante à rechercher.

Pour l'établir, il faut se livrer à un examen préalable qui sera plus ou moins approfondi suivant la notoriété dont jouit l'entreprise. Il portera sur les

(1) *Inf. fin.*, 3 juillet 1930.

statuts, sur le bilan, sur la composition du Conseil d'administration, sur la situation économique de l'entreprise.

A) ÉTUDE DES STATUTS

La Société est un contrat dont les conditions sont fixées par les statuts.

Dans les premiers articles, les statuts indiquent le chiffre du capital social (10 millions par ex.), la division du capital en actions, le nombre de ces actions, le montant nominal de chacune d'elles (10.000 actions de 100 fr. par ex.).

Les actions dont l'ensemble représente le capital social peuvent apparaître dans les statuts divisées en deux classes que nous avons déjà signalées dans notre introduction : les actions de numéraire et les actions d'apport. Il est d'ailleurs possible que le capital social ne soit composé que de l'une ou de l'autre de ces espèces d'actions (1).

Les actions de numéraire, avons-nous dit, sont la représentation d'une mise effectuée en monnaie. C'est à n'en point douter la partie du capital qui offre le plus de sécurité. La monnaie est toujours la monnaie et il n'y a guère de tromperie possible sur sa valeur. Les cas de souscriptions fictives (2) sont assez rares et sévèrement réprimés par la jurisprudence.

Quant aux actions d'apport, nous avons dit

(1) L. JANIN, *op. cit.*, p. 2 et s.

(2) La jurisprudence appelle « souscription fictive » celle faite par des hommes de paille des fondateurs. La sanction est la nullité de la Société. THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 341.

qu'elles étaient « émises en représentation de biens matériels ou immatériels ou simplement de travaux que les fondateurs ou leurs auxiliaires apportent à la Société ». C'est ici que, lorsqu'on prend connaissance des statuts d'une Société, il faut être très attentif. Malgré les dispositions impératives de la loi (art. 4 et 30 de la loi du 24 juillet 1867), la valeur des apports en nature est presque toujours majorée. On sait que la loi exige que les souscripteurs d'actions de numéraire, réunis en assemblée générale, approuvent la valeur donnée à ces apports. Des commissaires vérificateurs sont désignés dans une première assemblée. Ils rédigent un rapport dont les souscripteurs d'actions de numéraire peuvent prendre connaissance cinq jours au moins avant la tenue d'une deuxième assemblée au cours de laquelle ils donnent ou refusent leur approbation. Ce vote, dans la plupart des cas n'est pas très éclairé. Les commissaires mis en avant par les fondateurs sont souvent des hommes à leur dévotion. Dès lors, quand la valeur des apports a été considérablement majorée, le danger devient grand pour les souscripteurs d'actions de numéraire. Ils ont échangé leur argent contre du papier dont la valeur est diminuée de ce qui a été surpayé aux actions d'apport. Cette situation pèsera lourdement sur la situation financière de la Société et le capital espèces ne pourra être que difficilement rémunéré. L'article 3 de la loi de 1867, modifiée par la loi du 16 novembre 1903, donne contre la majoration des apports aux porteurs d'actions de numé-

raire une garantie... morale : « Ces actions (les actions d'apport), dit l'article 3, ne peuvent être détachées de la souche et ne sont négociables que deux ans après la constitution définitive de la Société. »

Un autre point à examiner attentivement dans les statuts est la manière dont sont rémunérées les parts bénéficiaires ou de fondateurs. Il est de bonne guerre pour les promoteurs de l'affaire de réserver au public tous les risques et de très maigres profits alors qu'ils attribuent aux parts qui resteront entre leurs mains une grosse partie des bénéfices. Les statuts vont nous éclairer sur ce point.

Ce n'est un secret pour personne que les statuts de la Société Anonyme des Galeries Lafayette réservent dans la répartition des bénéfices la part du lion à 1.500 parts de fondateurs. Cette répartition est la suivante :

15 % aux directeurs et administrateurs délégués ;

20 % aux fonds d'amortissement ;

Sur le surplus :

10 % au Conseil d'administration ;

Sur le solde :

1/3 aux actions et 2/3 aux parts bénéficiaires.

Voici, pendant les dernières années, les résultats numériques de cette répartition.

DIVIDENDE			COURS			
Années	Actions	Parts	Actions		Parts	
			+ haut	+ bas	+ haut	+ bas
1925	13.20	7600	180	120	98.500	49.550
1926	14.85	9800	415	150	270.000	88.000
1927	11 »	9333	201	156	195.000	165.100
1928	11 »	9333	230	176	260.000	162.000

Au cours de la vie sociale, toute augmentation du capital va accroître l'activité de l'entreprise et profitera largement aux parts de fondateurs dont le nombre a été immuablement fixé au moment de la constitution de la Société.

L'amortissement du capital leur est aussi très profitable. Supposons toutes les actions Galeries Lafayette amorties, la réserve légale à son maximum et un bénéfice de 20 millions, voilà quelle serait la répartition (1) :

15 % à la direction : 3 millions.

20 % aux amortissements industriels : 4 millions.

Sur le surplus :

10 % au Conseil : 1,3 million.

Sur le solde :

1/3 aux actions de jouissance : 3,9 millions.

2/3 aux parts : 7,8 millions.

Dès lors l'affaire appartient pour 1/3 à 2 millions d'actionnaires (actions de 100 fr.) et pour 2/3 à 1.500 porteurs de parts de fondateurs.

(1) Louis JANIN, *op. cit.*

Toutes les Sociétés n'ont pas ainsi réduit à la portion congrue leurs actionnaires, au bénéfice des porteurs de parts. Les statuts du Comptoir National d'Escompte de Paris (1) prévoient la répartition des bénéfices suivants :

5 % à la réserve légale, prélèvement facultatif pour le fonds de prévoyance ;

5 % d'intérêt aux actions ;

Sur l'excédent :

5 % au Conseil d'administration ;

Sur le solde :

94 % aux actions ;

6 % aux parts.

Voici les résultats numériques de cette répartition des bénéfices pour un capital de 250 millions de francs divisé en 500.000 actions de 500 francs et 60.000 parts de fondateurs.

Années	DIVIDENDE		COURS			
	Actions en francs	Parts en francs	Actions en francs		Parts en francs	
			+ haut	+ bas	+ haut	+ bas
1926	70	20.12	1550	853	255	220
1927	70	19	1699	1054	434	251
1928	—	—	2785	1515	486	436

(1) *Annuaire Desfossés*, 1929, p. 221.

Un autre point dans les statuts va également attirer notre attention.

Nous allons rechercher quels sont les droits attachés aux diverses catégories d'actions émises par la Société. Nous avons défini, dans notre introduction, les actions de priorité ou privilégiées.

Ces actions sont de plusieurs sortes : elles peuvent conférer soit un droit de priorité sur la distribution des bénéfices ou de l'actif social, quelquefois des deux, soit un autre avantage tel que : un nombre de voix plus considérable aux assemblées que celui attaché aux actions ordinaires.

Certaines Sociétés se trouvant en mal d'argent peuvent être amenées, pour trouver des fonds, à consentir à une nouvelle couche d'actionnaires des avantages plus considérables que ceux qui avaient été réservés aux anciens souscripteurs.

Voici un exemple typique :

La Société des Raffineries et Sucreries Say fut constituée en 1898 au capital de 23.500.000 francs divisé en 47.000 actions ordinaires de 500 fr. A la suite d'augmentations de capital en 1898 et en 1904, le capital fut porté à 38.250.000 francs.

En 1905, la Société ayant fait de mauvaises affaires, le capital fut ramené à 15.300.000 fr., par la réduction de 500 à 200 fr. de la valeur nominale des actions et reporté en même temps à 38.250.000 fr., par la création de 114.750 actions de priorité de 200 fr. A la suite de cette opération les statuts furent revus. Leurs nouvelles dispositions assuraient un divi-

dende et le remboursement des actions privilégiées avant toute espèce de répartition aux actions anciennes. Mais, par ailleurs, ils prévoyaient une répartition des bénéfices telle que les actions ordinaires, lorsque la Société aurait retrouvé sa prospérité, seraient notablement avantagées.

Voici cette répartition (1) :

- 5 % des bénéfices à la réserve légale ;
- 5 % d'intérêt aux actions de priorité.

Sur le solde :

- 35 % aux actions de priorité ;
- 65 % aux actions ordinaires après prélèvement en faveur du fonds de prévoyance.

Dans les années qui suivirent, la répartition numérique des bénéfices fut la suivante :

EXERCICES	DIVIDENDE NET AU PORTEUR	
	Actions ordinaires	Actions privilégiées
1910-1911	7.09	11.87
1911-1912	3.88	11.02
1914-1915	33.33	20.52
1920-1921	167.91	69.60
1921-1922	175 »	actions supprimées.

Grâce à une administration prudente, dès 1914, le Conseil d'administration pouvait donner aux actions ordinaires un dividende supérieur à celui des actions privilégiées. En 1922, poursuivant sa

(1) Cité par Louis JANIN, *op.cit.*

politique favorable aux actions ordinaires, le Conseil ramena le capital à 26.775.000 francs par l'échange des actions privilégiées contre des actions ordinaires, à raison de 2 actions de priorité pour 1 ordinaire. En 1925, le capital a été porté à 40.162.600 fr., par l'émission de 66.938 actions de 200 fr. En juin 1927, il a été procédé à la distribution gratuite de 66.937 actions nouvelles à raison de 1 nouvelle pour 3 anciennes et à l'émission de 100.406 actions nouvelles (1 nouvelle pour 2 anciennes).

Les actions ordinaires ont donc été largement dédommagées de l'amputation subie en 1905. Il est certain qu'à partir de 1913-1914 elles étaient beaucoup plus intéressantes à mettre en portefeuille que les actions de priorité. A ce moment, l'avantage qui avait été fait à ces dernières était devenu illusoire.

La Société hollandaise Royal Dutch possède deux catégories d'actions de priorité et des actions ordinaires. La répartition des bénéfices est la suivante :

4 1/2 % d'intérêt cumulatif aux actions de priorité (1) ;

4 % d'intérêt cumulatif aux actions privilégiées ;

(1) On dit que l'intérêt est cumulatif lorsque les intérêts non payés faute de bénéfice continuent à être dus aux actionnaires et doivent être payés en bloc dès que les répartitions reprennent.

6 $\frac{0}{100}$ d'intérêt non cumulatif aux actions ordinaires ;

Sur le solde :

93 $\frac{0}{100}$ aux actions ordinaires ;

3 $\frac{0}{100}$ aux directeurs ;

4 $\frac{0}{100}$ aux commissaires.

Cette répartition influe sur les cours de ces différentes actions de façon considérable.

Années	COURS DES ACTIONS DE PRIORITÉ		COURS DES ACTIONS ORDIN. ENTIÈRES	
	+ haut	+ bas	+ haut	+ bas
1921	807	595	34.450	17.000
1926	3735	1940	81.800	37.950
1927	2095	1870	41.950	34.250

En mai 1930, l'action de priorité vaut à Paris 2.065 fr., et l'action ordinaire environ 41.000 fr.

L'action de priorité Royal Dutch est une véritable obligation qui n'a pas profité du développement remarquable de la grande Société hollandaise.

Un privilège de vote a été ces dernières années accordé à certaines actions appelées de ce fait « actions à vote plural ». Disons tout de suite que la loi du 26 avril 1930 (art. 6) en a interdit à l'avenir la création en ces termes :

« Toute émission d'actions spéciales à droit de vote privilégié, c'est-à-dire d'actions ayant, dans les assemblées d'actionnaires, un droit de vote supé-

rieur à celui des autres actions, eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent respectivement, est interdite à compter de la promulgation de la présente loi. »

Les actions à droit de vote privilégié ont été créées pour la première fois en France en 1911 par la Société Centrale des Banques de Province. Leur grand développement date de 1926 (1).

Au point de vue juridique, M. Thaller, dans une consultation donnée en 1911, émit un avis favorable à la création d'actions à vote plural. Le savant professeur s'appuyait sur l'article 34, alinéa 3 du Code de commerce ainsi conçu « *Sauf disposition contraire des statuts*, les actions de priorité et les autres actions ont dans les assemblées un droit de vote égal. »

On reproche aux actions à droit de vote privilégié (2) de priver les actionnaires de leur droit de contrôle et de conférer aux administrateurs, tout en n'engageant dans l'entreprise qu'un capital très réduit, des droits régaliens. Les dirigeants de l'entreprise se désintéressent des dividendes distribués, thésaurisent en constituant des réserves considérables, favorisent la baisse des titres sur le marché en vendant des actions ordinaires qui ne leur sont plus nécessaires pour s'assurer la majorité dans les

(1) M. Daladier, interpellant le gouvernement le 12 avril 1930, a signalé qu'en septembre 1929, 944 sociétés françaises avaient émis des actions à vote plural.

(2) Voir Proposition de loi de M. Lamoureux, député, *Inf. fin.*, 5 avril 1930.

assemblées. D'autre part, loin de défavoriser la mainmise étrangère sur nos entreprises, les actions à vote plural la facilitent, car il est généralement assez aisé d'acquérir ces titres concentrés en un petit nombre de mains.

Ces arguments, largement répandus dans le public, ont créé contre les actions à vote privilégié un puissant mouvement d'opinion. Certaines Sociétés, avant même que la loi ait exigé la suppression des actions à vote plural existantes, ont été amenées à y renoncer (2).

Des voix autorisées se sont cependant élevées pour défendre cette catégorie de titres (3). La doctrine et la jurisprudence reconnaissent à la presque unanimité la validité des actions à vote plural. N'ont-elles pas été créées du consentement des actionnaires ? Il y a tout intérêt pour eux à maintenir en exercice un Conseil d'administration qui depuis de longues années a assuré la prospérité de la Société. Il faut pouvoir empêcher des spéculateurs puissants de s'emparer d'une affaire prospère dans le but de la ruiner ; c'est par les actions à vote plural que les petits actionnaires seront protégés contre les entreprises de ces groupes financiers.

S'il y a des abus, c'est aux tribunaux de protéger

(2) Sté Dolfus-Mieg : Ass. générale extraord. du 29 mai 1930.

(3) A. WAHL, Pour les actions à vote plural, *Rev. polit. et parl.*, 10 avril 1930 ; PERCEROU, *Ann. droit commercial*, janvier 1930 ; P. DARCY, *Rev. polit. et parl.*, mai 1930 ; H. MAZEAUD, *Vote privilégié dans les Soc. de capitaux*, 2^e édit., Paris, 1928 ; A. MASSONAU, *Les actions à vote privé en France et à l'étranger*, Paris 1930.

les minorités dans les Sociétés par action, par l'application de la théorie de l'abus du droit (1).

Les législations étrangères admettent les actions à droit de vote privilégié ; elles ont une existence légale en Allemagne, en Suisse, en Angleterre, en Hollande ; la pratique les admet aux États-Unis et en Belgique.

Nous pensons qu'au seul point de vue de l'intérêt du capitaliste la suppression des actions à vote plural n'est pas une mesure qui s'impose de façon absolue. Toutefois, il conviendrait de les réglementer. Pour qu'elles ne puissent pas annihiler complètement les actions ordinaires, elles ne devraient pas avoir, à elles toutes, plus de la moitié des voix. Nous les voudrions nominatives et cessibles seulement avec l'autorisation du Conseil d'administration qui disposerait du droit de désigner l'acquéreur éventuel. Enfin les cotes officielles seraient tenues de faire mention de leur existence.

Nous adoptons ainsi l'opinion d'éminents juristes.

« Malgré les abus auxquels l'absence de réglementation a pu et surtout pourrait donner lieu en France..., écrit M. Percerou, la suppression pure et simple de ce type d'actions constituerait une erreur à peu près certaine. Il convient non de les supprimer, mais de les réglementer. »

Les statuts nous ont donné sur un certain nombre de points des éclaircissements précieux. Nous avons

(1) R. DAVID, *La protection des minorités dans les Sociétés par actions*, Paris, 1928.

pu juger quelle était l'importance relative des actions d'apport et des actions de numéraire, nous nous sommes rendu compte des avantages faits aux parts de fondateurs, nous avons enfin étudié le régime auquel peuvent être soumises les actions de priorité émises par la Société.

Poursuivant notre étude, nous allons maintenant examiner le bilan.

B) ÉTUDE DU BILAN (1)

Le bilan, document comptable, va nous indiquer la situation financière de l'entreprise, ou tout au moins nous en donner une idée. C'est « une balance résumée par soldes après application des résultats d'un inventaire. » (Quesnot.)

La présentation de ce document varie beaucoup suivant les entreprises. Les comptes n'étant pas toujours rationnellement groupés, il est peu aisé de savoir exactement à quoi ils correspondent.

D'autre part, la publication d'un bilan est pour une entreprise une opération pleine de dangers. Aussi le document présenté aux actionnaires est-il souvent suffisamment obscur pour que les concurrents et les actionnaires eux-mêmes soient aussi mal renseignés que possible. Les grandes Sociétés françaises pratiquent de façon courante le système des trois bilans : l'un obscur, destiné aux actionnaires, l'autre prudent, réservé au fisc, le troisième enfin,

(1) QUESNOT, *Administration financière*, Paris, 1919 ; L. JANIN, *op. cit.*, p. 65.

clair et sincère, et qui ne sortira pas des mains des administrateurs.

D'autre part, il y a dans le bilan des éléments dont la valorisation est essentiellement variable. Ce sont les stocks, les immobilisations de toutes sortes, le portefeuille, tous les postes qui nécessitent de la part des rédacteurs une évaluation.

Les renseignements que le bilan va nous donner seront donc assez peu consistants. Toutefois, de la comparaison d'une suite de bilans, nous pourrions retirer une impression sur la marche générale d'une entreprise.

Le bilan se compose de deux masses de comptes, le passif et l'actif, qui s'équilibrent exactement.

Au passif nous trouvons : le capital nominal de l'affaire auquel il convient d'ajouter les réserves, les dettes à long terme et à court terme (avances consenties par les Banques, sommes dues aux fournisseurs, emprunts obligataires), les amortissements qui ne sont là que pour fournir une contre-partie à certains postes de l'actif. C'est le résumé des obligations contractées par la Société soit envers ses actionnaires, soit envers les tiers.

A l'actif, nous voyons deux groupes de comptes : l'un comprenant les valeurs immobilisées et l'autre les valeurs réalisables rapidement, ou disponibles immédiatement.

On appelle fonds de roulement tout ce qui, dans l'actif, n'est pas immobilisé. Il ne doit jamais être inférieur au passif exigible à court terme. La trésor-

rie, composée des espèces en caisse et en banque, du portefeuille bancable, des débiteurs à vue, est le disponible immédiat de l'entreprise. Il est du plus haut intérêt pour une affaire d'avoir une trésorerie à l'aise.

Quant aux comptes d'ordre, ils sont souvent, en pratique, le refuge où se peuvent dissimuler des provisions, des réserves, des pertes non avouées. Leur obscurité est insondable.

Le compte « profits et pertes » est le résumé des recettes et des dépenses d'une Société pendant un exercice. Au crédit de ce compte figurent les divers revenus de la Société : loyers d'immeubles, intérêts et dividendes des valeurs mobilières, produits bruts de l'exploitation, etc... Au débit sont portées les dépenses qui sont la contre-partie de ces rentrées : frais généraux, impôts, prélèvement pour constitution de provisions, amortissements, réserves libres, sommes distribuées au Conseil d'administration et aux actionnaires. Le solde de ce compte fait ressortir le résultat de l'exercice. S'il est bénéficiaire, il est porté au passif du bilan ; s'il est déficitaire, à l'actif. Tous ces chiffres sont commentés, de façon fort succincte d'ailleurs, par le compte rendu du Conseil d'administration et par le rapport des commissaires aux comptes.

Il y aurait intérêt, et c'est là une pratique qui commence à se faire jour, à ce que les résultats complets du compte d'exploitation soient incorporés au compte « profits et pertes ». Ainsi l'actionnaire

connaîtrait les données (recettes brutes et dépenses brutes) dont le bénéfice brut est la résultante et se rendrait bien mieux compte de la marche des affaires sociales.

Toutes les Sociétés publient un bilan et un compte de profits et pertes. Mais quant à l'évaluation de certains postes importants elles sont loin d'employer la même méthode. Suivant que le prix de revient ou le cours du jour sont pris comme base d'évaluation des stocks, le bénéfice de l'exercice peut être très différent. La loi française étant muette sur ce point, une grave incertitude plane sur la façon dont le bilan a été établi. La loi allemande et la loi suisse prescrivent d'évaluer les marchandises au cours le moins élevé, soit du prix d'achat, soit du cours coté au jour de l'établissement du bilan. La question est particulièrement importante en ce qui concerne le poste « Titres et participations industrielles ».

Les Sociétés bien gérées pratiquent de larges amortissements : amortissements industriels pour les immobilisations et l'outillage qui se déprécient avec le temps ; amortissements financiers par le remboursement aux actionnaires du capital-action et la distribution en contre-partie d'actions de jouissance, par le remboursement des emprunts obligataires suivant un plan dressé au moment de l'émission.

L'importance de ces amortissements sera décelée par le bilan ; tantôt ils sont portés en diminution du poste à amortir, système qui ne permet pas de se rendre compte du coût initial des immobilisations ;

tantôt le coût initial des immobilisations figure à l'actif et on porte au passif les amortissements effectués ; tantôt enfin on déduit de façon apparente de chacun des postes de l'actif les amortissements pratiqués.

Certaines Sociétés amortissent avant bilan ; cela consiste à inscrire chaque année, quel que soit le résultat de l'exercice, une certaine somme au débit du compte « profits et pertes ». Le capitaliste, par l'examen du bilan, ne pourra guère se rendre compte de ce mode d'amortissement.

Les Sociétés bien administrées constituent des *réserves et des provisions*.

Les réserves sont des sommes épargnées sur les bénéfices nets. On les trouve au bilan à un poste indépendant de celui mentionnant les amortissements et les provisions. Leur but est d'augmenter par l'épargne le capital social et d'assurer la stabilité du dividende. Le capitaliste doit s'assurer, en examinant dans les statuts la répartition des bénéfices, que les réserves ne sont pas constituées uniquement par des prélèvements sur les sommes à distribuer aux actions alors que les sommes revenant au Conseil d'administration et aux parts de fondateurs n'y participent pas (1).

Il faut distinguer les réserves et les primes d'émission (2). Au moment d'une augmentation de capital,

(1) Ex. : 5 % à la réserve légale, 6 % d'intérêt au capital, sur le surplus, 10 % au Conseil, 30 % aux parts, 60 % aux actions *sauf prélèvement pour les réserves extraordinaires*.

(2) HOUPIN et BOSVIEUX, *Traité général des Sociétés*, 6^e édit., 1929, nos 633 et 889.

les actions nouvelles au capital de 500 fr. sont émises par exemple à 750 fr., soit avec une prime de 250 fr. La prime est une charge du droit de souscrire destinée à maintenir l'égalité entre les anciens et les nouveaux actionnaires en ce qui concerne le droit à la répartition éventuelle des réserves déjà acquises (1). Les primes sont la propriété exclusive des actionnaires (2) et la pratique tend à s'établir de leur allouer un intérêt statutaire (3).

Quant aux réserves occultes, elles ne sauraient ressortir des chiffres publiés au bilan. Elles proviennent ou d'une sous-évaluation des valeurs de l'actif, ou de l'exagération du chiffre de certains postes du passif. Leur rôle est considérable dans certaines grandes Sociétés françaises.

Les provisions sont destinées soit à payer des dépenses futures et certaines, soit à parer à des dépenses éventuelles (amortissement d'un emprunt, défaillance de certains débiteurs, pertes de change, baisse du stock, constitution d'un fonds d'assurance).

Amortissements, réserves, provisions doivent être prélevés sur les bénéfices distribuables. Les amortissements et les provisions disparaîtront du bilan le

(1) J. VANDAMME, *De la prime imposée aux souscripteurs d'actions*, Paris, 1928.

(2) Trib. comm. Seine, 28 août 1928, *J. des Soc.*, 1929, p. 112. En ce qui concerne le régime fiscal des primes, V. Req., 3 mars 1930. *J. des Soc.*, 1930, 655 ; Cons. d'État, 20 déc. 1929 ; *J. des Soc.*, 1930, 658.

(3) Ass. gén. Cie Algérienne, 21 mars 1914 ; Banque de Paris et Pays-Bas, Tréfileries du Havre, Électro-métallurgique d'Ugine. V. *Inf. fin.*, 21 mai 1930.

jour où leur raison d'être n'existera plus. Les réserves y resteront à côté du capital. Si elles sont très importantes, la Société peut les distribuer à ses actionnaires. Elle procède généralement par voie d'augmentation du capital. L'actionnaire reçoit des actions nouvelles libérées, quelquefois de l'argent liquide. Dans les deux cas, il sera tenu de payer l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières même s'il n'a pas la libre disposition des titres nouveaux à lui attribués (1). Mais si la Société affecte d'autorité les réserves à la libération des actions nouvelles sans que l'actionnaire, en raison des conditions restrictives imposées par les statuts, puisse céder librement les nouveaux titres, il n'a disposé ni de sommes ni de valeurs constituant un revenu imposable à l'impôt général (2).

Voilà quelques-uns des renseignements que le bilan peut donner. La comparaison d'une série de bilans donnera une idée de la marche générale de l'entreprise ; mais il sera prudent de ne jamais baser sa conviction sur la consultation d'un seul bilan, document par trop bref et reposant sur des estimations qui peuvent être contestables.

(1) Cass., 6 mars 1922. *Rev. enreg.*, art. 7514 ; Civ. 11 avril 1927, *Rev. Soc.* 1928, 205 ; Req. 31 oct. 1927, *Rev. Soc.*, 1928, 203 ; Req. 17 fév. 1930, *J. des Soc.*, 1930, 652.

(2) Cons. d'État, 30 janv. 1929, *J. des Soc.*, 1930, 23 ; Cons. d'État, 23 mars 1928, *Gaz. Pal.*, 1928, 2.38 et 28 déc. 1928, *Gaz. Pal.*, 1929, 1.273 ; *Instr.*, 31 janv. 1928, n° 295.

**C) CONSIDÉRATIONS PROPRES A L'ENTREPRISE.
IMPORTANCE
DE LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Si le bilan nous a donné quelques indications nous permettant de nous faire une idée de la valeur intrinsèque de l'entreprise, il est loin de nous avoir complètement renseignés sur ses possibilités d'avenir.

Le capitaliste aura à rechercher si l'organisation commerciale de la Société à laquelle il désire s'intéresser est susceptible de tirer des résultats techniques obtenus le rendement maximum. Rien ne sert de fabriquer si l'on ne sait pas vendre.

L'affaire a-t-elle des débouchés ? Ses produits sont-ils susceptibles d'intéresser une large clientèle ? Peut-elle s'approvisionner en matières premières, recruter une main-d'œuvre économique et qualifiée ? Les tarifs de transport, les droits de douane ne sont-ils pas prohibitifs ? Le monopole de fait ou de droit dont jouit l'entreprise n'est-il pas susceptible de lui être enlevé ? Quelle répercussion les impôts ont-ils sur les affaires sociales ?

Qui dirige l'affaire ? Des techniciens capables, on en peut trouver facilement. Ce qui par-dessus tout importe, c'est qu'au gouvernail il y ait un animateur, un chef. Il doit être calme et prévoyant, d'une intelligence supérieure, connaissant les règles économiques, ayant le sens des affaires, du jugement, de la fermeté, la foi dans le succès final. Qu'il soit un technicien peu importe, pourvu qu'il soit par-dessus

tout un chef. Ferdinand de Lesseps, qui a réalisé le canal de Suez, n'était ni un ingénieur, ni un financier. Animateur génial, il a conçu et mis en œuvre une des plus belles affaires du XIX^e siècle. Le capitaliste doit donc se préoccuper de savoir quel est l'exécutif de l'entreprise. Il faut que ceux qui ont la charge de mener à bien les opérations sociales soient non seulement des hommes honnêtes, mais encore et surtout des hommes habiles. Quel que soit le potentiel d'une affaire, si sa direction est mauvaise les résultats à espérer ne sauraient être brillants.

**D) CONSIDÉRATIONS EXTÉRIEURES A L'ENTREPRISE.
LES CRISES. LES GRANDS ÉVÉNEMENTS**

Le capitaliste aura encore à se demander si le moment est favorable à l'acquisition d'une valeur à revenu variable et de telle valeur en particulier. Il convient alors de considérer le milieu économique général et la façon dont il est susceptible d'influencer la marche d'une entreprise déterminée.

L'activité économique d'un pays et souvent de plusieurs pays à la fois subit des variations d'intensité. Pendant un certain temps l'industrie et le commerce connaissent une grande prospérité ; à d'autres moments, l'activité économique se ralentit. Entre la phase prospérité et la phase dépression s'intercale une période troublée au cours de laquelle les Bourses de valeurs subissent des baisses importantes.

Le capitaliste avisé doit s'efforcer, pour entrer

dans une entreprise, même de tout premier ordre, d'effectuer ses achats de titres alors que sur les marchés financiers les valeurs à revenu variable sont dépréciées. Il profitera ainsi de cours que l'atonie boursière a ramenés à des niveaux particulièrement bas.

Au début de 1931, les Bourses de valeurs du monde entier reflètent la dépression générale qui a suivi le krach de New York de novembre 1929 (1). Depuis cette époque, les cours des valeurs à revenu variable n'ont pas cessé de baisser. Il semble cependant qu'après les liquidations forcées qui ont eu lieu un peu partout dans les derniers mois de 1930, le moment ne soit pas éloigné où l'achat de valeurs de haute qualité provisoirement dépréciées soit indiqué par les circonstances.

L'examen des fluctuations économiques sera très heureusement complété par l'observation des grands événements mondiaux. La guerre, les révolutions, la mauvaise gestion financière de certains États, la politique des grands trusts... peuvent avoir une répercussion sur la tenue des cours de certaines valeurs. Quelques-unes pâtissent dans une large mesure de ces événements, d'autres peuvent en profiter. La guerre de 1914-1918 et l'inflation qui l'a suivie fut, pour beaucoup de valeurs françaises, une cause de dépression. Elle a, par contre, largement favorisé l'essor de Sociétés neutres fournissant aux

(1) La débâcle boursière dura une vingtaine de jours, du 25 octobre au 15 novembre. Les pertes furent considérables.

belligérants des produits de première nécessité.

Si, en 1930, les cours du Suez ont été aussi bas, sans doute il faut en rechercher la cause dans la dépression économique générale, mais aussi dans l'effet psychologique que produisaient sur le marché les mouvements révolutionnaires en Chine et aux Indes.

De l'observation objective des grands événements mondiaux le capitaliste doit donc retirer de précieuses indications lui permettant d'acquérir à bon compte des titres de premier ordre.

§ 3. — *Valeur intrinsèque d'une action.*

L'étude du revenu net, l'examen économique d'une entreprise vont permettre au capitaliste de dégager approximativement la valeur intrinsèque d'un titre à une époque donnée. Si l'on veut la chiffrer, on peut procéder de la façon suivante.

Nous savons que les actions donnent à leur porteur, en cas de liquidation de la Société, le droit de participer au partage de l'actif social. La valeur d'une action ordinaire est donc fonction de la quote-part qui lui reviendrait en cas de dissolution de la Société. Le calcul peut se faire en tenant compte de tous les éléments de l'actif.

D'autre part, la valeur d'une action est influencée par le dividende qui lui est distribué. La capitalisation du revenu, d'après le taux courant des titres de la même classe, donnera une autre approximation de la valeur intrinsèque. Nous obtiendrons

ainsi deux chiffres dont la moyenne nous donnera une idée de la valeur intrinsèque du titre.

Il convient d'observer que la Bourse souligne généralement par des cours élevés, par rapport à leur rendement, la haute qualité de certaines valeurs. Le capitaliste agira prudemment en évitant de s'engager dans une affaire dont la prospérité future a été trop largement escomptée.

Essayons de calculer la valeur intrinsèque du titre Mokta-el-Hadid. Une étude sur cette valeur, parue dans l'*Information Financière*, nous permet de dégager les éléments suivants : Le capital de 40 millions est représenté par 40.000 actions de capital de 500 fr., et 40.000 actions de jouissance. Il n'y a ni parts de fondateurs, ni dette obligataire. Les concessions minières, portées au bilan pour mémoire, représentent un revenu annuel de 15 à 20 millions. Les autres immobilisations, sur lesquelles aucun renseignement n'est donné, sont portées au bilan arrêté au 31 décembre 1929 pour 1.387.139 francs.

Les participations minières et industrielles, bien que portées au bilan pour 24.500.000 fr., peuvent être estimées, d'après des renseignements dignes de foi, à 300 millions de francs. Le disponible (stocks, débiteurs, caisse, banque, portefeuille) figure au bilan pour 67.800.000 francs. D'autre part, il y a au passif environ 25.500.000 francs de réserves accusées (20 millions provenant du capital amorti toujours inscrit pour son nominal, plus les provisions contenues dans les créiteurs divers, avouées par les

commissaires aux comptes, et dont il est peu aisé d'évaluer l'importance).

Cela fait un actif que l'on peut évaluer en gros comme suit :

Concessions minières (revenu 15 millions à 10 %)	150.000.000
Autres immobilisations	1.300.000
Participations minières et industrielles	300.000.000
Disponible	67.000.000
Réserves du passif	25.500.000
Total	543.800.000

A retrancher 20 millions pour amortissement des 40.000 actions de capital

20.000.000

Valeur de l'action de jouissance :

$$523.800.000 : 80.000 \text{ actions} = 6.547,50.$$

Calculée ainsi que nous venons de le faire, la valeur intrinsèque des actions de jouissance Mokta serait donc d'environ 6.500 francs.

Si maintenant nous capitalisons le dividende de l'action de jouissance Mokta, nous arrivons aux chiffres suivants :

Le dividende brut pour 1929 est de 290 fr., dont il faut retrancher 23 % d'impôts (1) environ, soit

(1) 16 % impôt sur le revenu et 7 % de taxe de transmission.

223 fr. En 1914, l'action Mokta valait 2.190 fr. et rapportait tout près de 3 %. Prenons ce taux d'intérêt comme base ; il est élevé à notre époque pour un titre de cette qualité. Capitalisé à 3 %, le revenu de l'action de jouissance, en 1929, nous donne comme valeur du titre 7.400 fr. environ.

D'une part, nous avons obtenu 6.500 fr., d'autre part, 7.400, soit une moyenne de 6.950 fr. En novembre 1930, l'action de jouissance Mokta-el-Hadid est cotée en Bourse entre 7.200 et 7.300 francs.

Le marché, dans la période d'atonie boursière que nous traversons, n'accorde donc à l'action de jouissance Mokta qu'approximativement sa valeur intrinsèque théorique. Il ne tient pas compte de bon nombre d'éléments favorables qui nous ont été révélés par l'examen de l'entreprise : pas de parts de fondateurs, pas de dette obligataire, réserves occultes du bilan beaucoup plus considérables que celles que nous avons pu découvrir, remarquable organisation technique, grâce à des prises de participation dans des mines métalliques diverses, gestion prudente du Conseil d'administration..., etc... Tous ces éléments, en période de prospérité boursière, assigneraient à l'action de jouissance Mokta un cours beaucoup plus élevé.

§ 4. — *Les parts bénéficiaires.*

L'étude que nous venons de faire des valeurs à revenu variable se rapporte plus particulièrement aux actions. Mais il est un autre titre de cette catégorie dont nous devons dire quelques mots. Ce sont les parts de fondateurs ou parts bénéficiaires.

Elles ont droit, dans la proportion déterminée statutairement, aux bénéfices mis en distribution après versement d'un premier intérêt aux actions. Nous avons dit, dans notre Introduction, que cette création de la pratique avait été réglementée par la loi du 25 janvier 1929. Nous avons souligné les graves dangers que cette nouvelle législation fait courir aux parts bénéficiaires. L'assemblée des porteurs de parts, délibérant dans les conditions que nous avons indiquées, peut fort bien décider que les parts bénéficiaires cesseront d'exister dans tel délai qu'il lui plaira de fixer, ou bien que leur droit à la répartition des bénéfices sera réduit à presque rien.

Pour ces raisons et sans qu'il soit nécessaire d'insister davantage, nous déconseillerons au capitaliste l'achat de parts bénéficiaires. Ces titres ne sont plus intéressants que pour ceux qui, connaissant toutes les pensées des dirigeants d'une Société, peuvent prendre, le cas échéant, des mesures de sauvegarde.

SECTION III

Titres nominatifs et titres au porteur

Le capitaliste qui investit son avoir en valeurs mobilières aura à faire un choix entre la forme nominative et la forme au porteur.

§ 1. — *Les titres nominatifs* (1).

L'État et les collectivités publiques, les collectivités privées, lorsqu'ils font un appel de capitaux, peuvent délivrer des titres nominatifs.

Le droit de propriété du titulaire du titre est alors établi par l'inscription de son nom sur les registres publics ou sur les registres de la Société émettrice.

La délivrance d'un certificat représentatif au propriétaire n'est nullement nécessaire. L'inscription sur les registres de l'établissement émetteur suffit et ainsi on échappe à l'impôt du timbre. Généralement, cependant, un certificat est remis au titulaire du titre. A chaque changement de propriétaire, il est remplacé par un certificat différent.

L'aliénation des titres s'opère par voie de transfert, opération qui est soumise à un droit de 0 fr. 30 %, sans décimes, sur le montant du prix (loi du 26 avril 1930). Elle consiste essentiellement en une substi-

(1) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, nos 601 et s., 894 et s., 1079 et s.:

tution sur les livres de l'émetteur du nom de l'acheteur à la place de celui du vendeur.

L'émetteur doit agréer toutes les demandes de transfert qui lui sont présentées par le vendeur sans pouvoir écarter celles qui lui déplaisent. Toutefois, certaines Sociétés inscrivent valablement dans leurs statuts que le transfert sera subordonné à l'agrément de l'acheteur par le Conseil d'administration ou même par l'assemblée générale (Cass. 27 mars 1878, S. 78.1.277). Elles peuvent aussi se réserver un droit de préemption (1).

L'émetteur, avant d'effectuer le transfert, vérifie et la capacité et l'identité des parties. La loi, en effet, ne permet pas à certains individus tels que le mineur, le prodigue, l'interdit, le failli, la femme mariée non autorisée... de demander un transfert. Si la Société procède indûment à cette opération, à la demande d'un faussaire, le véritable propriétaire peut exiger le rétablissement de la première inscription. Tout risque de vol et de perte est ainsi écarté, le transfert opéré sans l'assentiment du *verus dominus* ne pouvant lui être opposé (art. 1165 C. civ.).

Dès lors, les statuts dans une Société prévoient généralement que la capacité et l'identité des parties seront certifiées par un agent de change ou un notaire. Dans le silence du pacte social la Société peut exiger à cet effet le concours d'un agent de

(1) Req. 14 nov. 1895, S. 99.1.397.

change (1) contre lequel elle aura un recours en cas d'erreur. Cet officier ministériel ne doit plus être alors considéré comme un courtier, mais comme un légalisateur de signature.

Pour la rente sur l'État, l'intervention d'un agent de change a été rendue obligatoire par l'article 15 de l'arrêté du 27 Prairial an X et les lois du 30 juin 1865 et 11 juin 1909.

Le paiement des arrérages et dividendes a lieu de la façon suivante. Les certificats nominatifs peuvent comporter des cases vides, qui seront oblitérés par le débiteur ou son représentant après le paiement auquel elles correspondent. Parfois les certificats nominatifs sont munis de coupons que l'on détache du titre à chaque encaissement, le titre est dit alors « mixte ». Le revenu des titres nominatifs peut aussi être payé par l'envoi au titulaire, à chaque échéance, d'un chèque.

Depuis la loi de 1863, les titres nominatifs peuvent être mis en gage par un transfert « à titre de garantie ».

Au point de vue fiscal, les titres nominatifs jouissent par rapport aux titres au porteur d'un privilège. Ils échappent à la taxe dite de transmission qui frappe les titres au porteur d'un impôt de 0 fr. 25 %, sans décimes, sur le cours moyen pratiqué en Bourse pendant l'année précédente.

(1) *Décret*, 7 oct. 1890, art. 76, al. 3.

Les titres nominatifs présentent donc deux avantages principaux :

Ils sont à l'abri de tout risque de vol ou de perte ;

Ils jouissent d'un privilège fiscal qui peut se chiffrer à environ 7 % du revenu.

Ajoutons que dans certains cas prévus par l'article 27 et l'article 30 de la loi du 31 juillet 1920 (art. 114 et 117 du Code des Val. mob.), ils permettent aux Sociétés françaises qui en sont propriétaires sous certaines conditions d'être exonérées de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, lorsqu'elles distribuent à leurs propres actionnaires les dividendes provenant des participations sociales (1).

La formalité du transfert, l'impossibilité de les soustraire en cas de succession aux investigations du fisc sont les principaux inconvénients des titres nominatifs.

Quoi qu'il en soit, le capitaliste qui effectue un placement à long terme, les Sociétés qui possèdent des participations doivent mettre en portefeuille des titres de cette forme.

§ 2. — *Les titres au porteur* (2).

La forme au porteur donne au titre son maximum de mobilité.

Le droit est constaté par un certificat qui ne porte

(1) Voir *infra*.

(2) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, nos 605 et s., 889, 900 et s., 1083.

pas le nom du propriétaire. Ce titre se négocie par simple remise.

Tous les avantages attachés au titre, entrée aux assemblées, participation au partage du capital, etc., sont exercés sur sa simple présentation.

Le paiement du dividende a lieu contre remise d'un coupon détaché du titre et portant soit la date de l'échéance des arrérages, soit un numéro.

Les titres au porteur sont passibles de la taxe de transmission inconnue des titres nominatifs. Cet impôt est perçu par abonnement d'après le cours moyen de l'action dans l'année précédente (0 fr. 25 %, loi du 26 avril 1930). Il remplace le droit de transfert qui ne pourrait être perçu en l'occurrence.

Les titres au porteur peuvent être convertis en titres nominatifs sans acquitter de taxe. Par contre, par hostilité contre les titres au porteur, qui favorisent l'évasion fiscale, la conversion des titres nominatifs en titres au porteur est frappée d'un droit de 0 fr. 50 % sans décimes (loi du 26 avril 1930).

Le risque de perte ou de vol est grave pour les titres au porteur. Ce sont des meubles corporels et la possession du titre confère l'exercice des droits qui y sont attachés. La règle de l'article 2279 du C. civ. « en fait de meubles possession vaut titre » leur est applicable, sous réserve d'une condition de bonne foi chez l'individu à qui le titre est remis ou présenté (établissement débiteur requis de payer coupons et capital, acquéreur, agent de change).

Dès lors le législateur a dû intervenir pour assurer

la protection des propriétaires de titres au porteur perdus ou volés. La loi du 15 juin 1872, modifiée par la loi du 8 février 1902, organise toute une procédure à cet effet.

Les titres au porteur peuvent être donnés en gage. En matière civile, au-dessus de 500 fr., un écrit enregistré sera nécessaire. La vente ne pourra avoir lieu que par autorité de justice. En matière commerciale, à part la tradition du titre, nulle forme n'est exigée. L'avance sur titres consentie par les banques est la forme la plus courante de mise en gage des titres au porteur.

Le titre au porteur connaît, de nos jours, en France, la plus grande vogue. Il est beaucoup plus pratique que les titres nominatifs pour les placements de courte durée.

■
* *

Le capitaliste fera son choix entre les titres nominatifs et les titres au porteur suivant ses goûts personnels et le but qu'il se propose (placement à longue ou à courte échéance). Il convient cependant de signaler que certaines entreprises françaises n'émettent que des titres nominatifs (Banque de France, Sociétés d'assurance) et que les titres anglais et américains revêtent généralement cette forme.

Nous ne reviendrons pas dans les développements qui vont suivre sur cette classification des titres.

CHAPITRE II

DES PLACEMENTS

Maintenant que nous connaissons les caractéristiques des diverses catégories de valeurs mobilières, il importe de déterminer les principes qui doivent présider à la composition du portefeuille.

SECTION I

Répartition des placements.

M. Leroy-Beaulieu écrivait déjà en 1906 (1) :
« Supposez un homme qui place toute sa fortune en rente française, réputée la meilleure valeur dans notre pays ; cet homme-là n'est nullement un sage, c'est un engourdi et un maladroit. Il s'évite sans doute de la peine, mais :

» 1^o Il se prive de toute espérance de plus-value, puisque la rente française est au pair ou à peu près ;

(1) P. LEROY-BEAULIEU, *op. cit.*, 1906, p. 89.

» 2^o Il s'expose à des risques notables de conversion, au cas où le pair et la prospérité se maintiendraient indéfiniment, puisque la rente française 3 % est convertible à partir de 1911 et qu'il n'est nullement improbable, si la paix dure, qu'elle ne soit effectivement convertie en 2 3/4 % vers cette époque.

» 3^e Pour le cas contraire, où la paix ne se maintiendrait pas, il s'expose à une très grande dépréciation, tout au moins temporaire de son avoir, puisque l'on a l'exemple du recul de la rente française 3 % à 49 fr. en 1870-71. »

Plus que jamais à notre époque, après la période de troubles monétaires qui a suivi la guerre, alors que l'équilibre économique mondial est loin d'être rétabli, la division des placements s'impose. Elle doit s'effectuer au triple point de vue géographique, financier et industriel, de telle sorte que la valeur du capital et du revenu soit maintenue sensiblement constante quoi qu'il arrive de par le monde. Elle constitue une assurance contre les risques de toute nature que le portefeuille peut courir.

§ 1. — *Répartition géographique des placements.*

Une première répartition à faire de ses placements est une répartition géographique. Des capitaux investis dans les meilleurs titres des principaux pays du monde sont incontestablement mieux préservés de tout risque que des capitaux tributaires du sort d'une seule nation.

Le capitaliste va donc répartir ses placements en valeurs nationales et en valeurs étrangères. Quelle sera la proportion à réaliser entre ces deux sortes d'investissements? Cela dépend du tempérament du capitaliste, de la confiance plus ou moins grande qu'il peut avoir dans les destinées de son pays, de ses moyens de documentation financière.

Le capitaliste français, dans le cas général, doit, à notre avis, répartir sa fortune par parts égales en valeurs nationales et en valeurs étrangères. La part que nous réservons ainsi aux valeurs françaises peut paraître à première vue par trop élevée. Il convient de marquer cependant que l'expansion française à travers le monde est telle qu'il existe chez nous bon nombre de Sociétés de tout premier ordre ayant à l'étranger des intérêts considérables et quelquefois même en tirant la source principale de leurs profits. En s'intéressant à ces Sociétés, le capitaliste, tout en faisant un placement en valeurs nationales, ce qui lui confère d'incontestables avantages au point de vue de la documentation qu'il peut se procurer, n'en répartit pas moins ses capitaux à travers le monde. Prendre une participation dans les Tramways de Shanghai, affaire française de grande classe, n'est-ce pas s'intéresser au développement de ce grand centre d'Extrême-Orient? Acheter des actions de l'Union Européenne Industrielle, n'est-ce pas participer au relèvement de toute l'Europe Centrale? Investir des capitaux dans le Chemin de fer de Santa-Fé, n'est-ce pas confier à des intelligences françaises

le soin de les faire fructifier de l'autre côté de l'Atlantique ? Notre Empire colonial ne nous offre-t-il pas des occasions de placement avantageuses ?

En s'intéressant à de telles entreprises, le capitaliste profite des avantages des valeurs nationales et de ceux des valeurs étrangères.

La dispersion géographique des placements extérieurs sera aussi poussée que possible en fonction de l'importance des sommes à investir. Le capitaliste devra se fixer un pourcentage maximum de placement dans un pays déterminé. Il décidera, par exemple, qu'il n'investira pas plus de 10 % de son avoir en valeurs de nationalité anglaise ou américaine, pas plus de 5 % en valeurs suédoises, ou suisses, ou égyptiennes, ou hollandaises, ou belges, etc... Ainsi il répartira, dans une certaine mesure, ses capitaux suivant la place qu'occupe chaque pays dans le système économique mondial.

Les petits capitalistes ne s'intéresseront qu'à des titres émis dans des pays à crédit de premier ordre et ils choisiront dans ces pays les valeurs de la plus haute qualité. Les gros portefeuilles, seuls, peuvent se permettre d'investir des capitaux dans des pays neufs en voie de développement. Les risques dans ce cas sont certains, mais les bénéfices seront peut-être considérables.

§ 2. — Répartition financière des placements.

Nous connaissons les différences qui existent entre les diverses valeurs à revenu fixe et les valeurs à revenu variable (1). Le capitaliste devra répartir ses placements entre ces deux catégories de titres.

Les valeurs à revenu fixe sont les valeurs mobilières favorites des capitalistes paresseux. On sait qu'elles ont causé à leurs porteurs, particulièrement après la Grande Guerre, de nombreux déboires. Il ne faut pas cependant abandonner ce genre de placement. Il présente des avantages certains à condition de le pratiquer avec prudence et discernement. Le revenu des obligations se paie à date fixe et quelquefois net d'impôts ; il ne varie pas au gré des crises économiques comme a tendance à le faire celui des valeurs à revenu variable. Dans les périodes de baisse du loyer de l'argent, alors que les cours des valeurs à revenu variable se déprécient, les valeurs à revenu fixe sont cotées très haut en Bourse. Les gains que le capitaliste réalise alors sur son capital-créances compensent les pertes subies par son capital-parts sociales.

Quant aux valeurs à revenu variable, aux actions

(1) Nous avons, dans le chapitre précédent, donné les caractéristiques des actions privilégiées. Leur régime juridique peut être très différent suivant les Sociétés et leur mise en portefeuille est une question d'espèce.

Nous avons également dit que les parts de fondateurs devaient être évitées par le plus grand nombre des capitalistes.

ordinaires, en particulier, elles méritent une place de choix dans notre portefeuille. Les obligations sont soumises parfois aux variations considérables du pouvoir d'achat de la monnaie ; elles sont exposées à la défaillance du débiteur sans jamais être associées à sa prospérité. Les actions ordinaires, au contraire, échappent au premier inconvénient signalé et bénéficient du développement des grandes affaires, développement qui se traduit par des plus-values du capital.

M. Edgar Lawrence Smith (1), dans *Common Stocks as long term Investment*, prétend que les chances de plus-values pour le propriétaire d'actions ordinaires de grande classe sont de 63 % la première année, 78 % la deuxième, 90 % la quatrième, 97% la septième, 98% la dixième, 99% la quinzième. D'autre part, il estime que le risque industriel est pratiquement éliminé par une judicieuse répartition des fonds : « Si, le 1^{er} janvier 1900, un capitaliste avait placé, au cours moyen de l'année, une somme égale dans trente Sociétés, dont la National Biscuit Company, et si par suite les vingt-neuf autres avaient complètement disparu, son capital primitif n'en aurait pas moins été intact, car, au 30 juin 1928, l'action National Biscuit valait 36 fois plus qu'en 1900. A supposer qu'au lieu de la National Biscuit, il eût possédé l'American Radiator, la proportion eût été de 63 au lieu de 36. »

(1) Cité par J. DE LANDER, *Les Investment Trusts*, Thèse Paris, 1929

Valeurs à revenu fixe et actions ordinaires présentent chacune des avantages différents qui nous paraissent cependant être plus considérables pour les secondes. Nous ferons donc à ces deux catégories de valeurs mobilières une place dans notre portefeuille, tout en réservant le pourcentage le plus fort pour les actions ordinaires.

Nous proposons de répartir financièrement nos placements ainsi qu'il suit :

40 % de valeurs à revenu fixe ;

60 % d'actions ordinaires.

§ 3. — Répartition industrielle des placements.

Nos capitaux sont maintenant répartis, suivant une certaine proportion, dans différents pays, en valeurs à revenu fixe et en valeurs à revenu variable. Il nous reste encore à diversifier nos placements suivant l'objet de leur emploi.

A) VALEURS A REVENU FIXE

En France, le capitaliste répartira ses placements obligataires entre les rentes, les fonds garantis et les emprunts gagés par l'État, les obligations de la Ville de Paris et du Crédit Foncier, les obligations de Chemins de fer et quelques obligations industrielles particulièrement bien choisies.

A l'étranger, il pourra acquérir des Fonds d'État ou de collectivités publiques, de pays à crédit de premier ordre, des obligations industrielles de Socié-

tés de grande classe en choisissant de préférence celles qui sont libellées en or ou au pair de l'or.

B) ACTIONS ORDINAIRES

La dispersion de ce genre de placement doit être aussi poussée que possible. En effet, si les obligations de bonne classe voient leur fortune suivre sensiblement la même courbe, certaines actions ordinaires peuvent connaître dans une même période une grande prospérité alors que d'autres se montrent sensiblement déprimées.

Dès lors, plus les sommes à investir seront considérables, plus grand sera le nombre d'entreprises auxquelles le capitaliste devra s'intéresser.

Lorsque l'on a pu réunir, prétendent certains auteurs, des renseignements très favorables sur une affaire, il convient de s'y intéresser massivement, le profit pouvant être considérable. Nous sommes hostiles à cette conception qui, si elle peut donner de bons résultats lorsqu'elle est mise en œuvre par des individus spécialisés, est pleine de danger pour le capitaliste généralement mal informé. Nous lui préférons le système de la grande dispersion industrielle des placements, répartissant au maximum les risques que comportent les meilleures affaires.

On peut admettre que pas plus de 5 % du capital total ne doit être investi dans une même affaire et pas plus de 10 % par catégorie d'entreprise (banque, assurance, canaux, etc...). Signalons enfin que le capitaliste sera prudent et avisé en conservant tou-

jours de 10 à 15 % de son avoir en argent liquide de façon à pouvoir profiter de tout événement favorable à de nouveaux placements.

*
* *

Un portefeuille ainsi réparti permet au capitaliste de conserver en toutes circonstances l'intégrité du capital investi si ses achats ont été faits dans des conditions favorables ; il lui assure un revenu stable ; le fait profiter, par la hausse des cours des valeurs à revenu variable, des périodes de prospérité économique et du développement de certaines grandes affaires.

SECTION II

Choix des valeurs.

Nous avons étudié, dans le paragraphe précédent, le principe de la dispersion des placements. Il faut maintenant préciser quelles sont les valeurs qui vont entrer dans le cadre que nous avons tracé.

§ 1. — *Le classement des valeurs* *de M. Leroy-Beaulieu.*

M. Leroy-Beaulieu, au début du siècle, classait les valeurs mobilières, suivant ce qu'il appelle « leur bonté et leur attrait », en valeurs fondamentales,

valeurs accessoires ou d'appoint, valeurs de spéculation.

« Les valeurs fondamentales sont celles que l'on appelle... valeurs de père de famille, entendant par ce mot d'abord qu'elles offrent le plus haut degré de sécurité et, en second lieu, le plus haut degré de stabilité ; c'est-à-dire que le revenu en est peu susceptible de baisser ou d'être irrégulièrement servi et que la valeur en capital réalisable, à savoir les cours en Bourse, n'en subit que des fluctuations modérées (1). »

Selon M. Leroy-Beaulieu, le portefeuille doit être « particulièrement, sinon exclusivement » composé de ces valeurs. Il cite comme valeurs fondamentales les Fonds publics (d'État, de provinces ou de villes) de premier ordre et les obligations des grandes Sociétés principales (Chemins de fer, Crédit foncier, Sociétés investies d'une concession de service public pour un temps assez long). Ces valeurs offrent les trois grands avantages suivants : maximum de sécurité, maximum de stabilité, facilité de négociation.

« Les fonds publics britanniques et français ; dans une moindre mesure, à cause d'une moindre facilité de négociation, les fonds publics belges, suisses, hollandais, scandinaves, égyptiens ; les fonds coloniaux français garantis par la France ; les obligations des grands chemins de fer français, celles des villes françaises, notamment de la Ville de Paris, celles du

(1) LEROY-BEAULIEU, *op. cit.*, 1906, p. 76.

Crédit foncier de France, celles de la Compagnie dite des Chemins de fer autrichiens (Staatsbahn) ; celles, mais avec un peu moins de facilité de négociation, des quatre ou cinq plus grandes Compagnies de chemins de fer des États-Unis, constituent à l'heure présente, pour les Français, les principales valeurs fondamentales (1). »

L'éminent économiste reconnaît que ces valeurs rapportent peu ; qu'elles ne sont guère susceptibles de plus-values ; qu'elles sont souvent menacées de conversion. Il recommande cependant aux moyens et aux petits capitalistes de placer en valeurs fondamentales les $\frac{4}{5}$ ^e de leur avoir, aux capitalistes importants les $\frac{2}{3}$ ou la $\frac{1}{2}$.

Les valeurs d'appoint sont celles « qui sans être de premier ordre sous le triple rapport de la sécurité, de la stabilité et de la facilité de négociation, sont néanmoins des valeurs assez recommandables, autant qu'on en peut juger, dont le revenu paraît convenablement établi et qui parfois semblent avoir certaines chances d'amélioration » (2).

M. Leroy-Beaulieu cite comme valeurs d'appoint : les fonds publics autrichiens, russes, italiens, roumains, brésiliens, argentins, japonais, chinois, etc. ; les obligations des Sociétés industrielles prospères et distribuant des dividendes aux actions ; les obligations de la plupart des Chemins de fer étrangers, les actions des grands Chemins de fer français.

(1-2) LEROY-BEAULIEU, *op. cit.*, p. 78 et 81.

Le capitaliste moyen ou petit ne doit pas posséder plus de 25 % de ces titres ; le capitaliste « très au large » 35 à 50 %. Les valeurs d'appoint présentent les avantages suivants : elles ont un revenu supérieur aux valeurs fondamentales ; elles sont souvent susceptibles de plus-values ; les obligations ne sont pas généralement exposées à des conversions prochaines.

Les valeurs de spéculation sont à éviter par les personnes qui sont « à l'étroit dans leurs revenus ». Il faut ranger dans cette catégorie : les emprunts serbes, bulgares, ottomans, haïtiens, péruviens..., à peu près toutes les valeurs industrielles et commerciales. Ces dernières en particulier « évoluent au cours de leur existence : presque toutes sont hautement spéculatives à leur naissance et dans leur jeunesse, quelques-unes cessent graduellement de l'être avec la maturité, mais toutes, même les meilleures, par exemple les grands Charbonnages, les Sociétés métallurgiques, et les Mines de métaux communs, gardent toujours du point de vue du placement un certain caractère spéculatif en ce sens qu'elles présentent pour les revenus et pour les cours en Bourse des fluctuations plus fortes que celles des deux catégories de valeurs précédentes, fluctuations dont le sens varie non seulement d'après la qualité de la direction mais d'après les circonstances extérieures (1). »

(1) LEROY-BEAULIEU, *op. cit.*, p. 86

La caractéristique principale de cette classification des valeurs est qu'elle exclut, tout au moins pour les moyens et les petits capitalistes, les placements en valeurs à revenu variable. Elle sacrifie à une prétendue stabilité du revenu et du capital toutes chances de plus-values.

Les faits, sur de nombreux points, n'ont pas confirmé les vues de M. Leroy-Beaulieu. La période de troubles financiers que le monde vient de traverser a prouvé que les portefeuilles composés à peu près uniquement de titres de créances : fonds publics, obligations industrielles, étaient incapables de résister à une grande tourmente. La stabilité du capital et du revenu était loin d'avoir été maintenue en 1926 pour bon nombre de valeurs fondamentales et d'appoint. A cette époque, la plupart des valeurs à revenu fixe françaises avaient baissé de plus de 50 % alors que la monnaie avait subi une dépréciation des $4/5^e$; les fonds belges, les Chemins de fer autrichiens, les fonds publics autrichiens, russes, italiens, roumains, etc., avaient à peu près ruiné leurs porteurs.

Par contre, les grandes valeurs à revenu variable, qualifiées de spéculatives par M. Leroy-Beaulieu, ont dans leur ensemble remarquablement résisté à la tornade ; beaucoup d'entre elles ont maintenu intactes leurs positions tant en ce qui concerne le capital que le revenu ; quelques-unes même ont progressé de façon fort appréciable.

Aussi, si l'on n'a pas abandonné aujourd'hui la division tripartite des valeurs de M. Leroy-Beau-

lieu, les titres que l'on fait entrer dans chacune des catégories ne sont-ils plus les mêmes.

§ 2. — *La tendance actuelle en matière de placements.*

Le portefeuille comprend des valeurs françaises et des valeurs étrangères, des valeurs à revenu fixe et des actions ordinaires dans une proportion que nous avons établie. Les valeurs à revenu fixe compensent les pertes en capital subies par les actions ordinaires dans les périodes de baisse générale des prix, et ces dernières compensent les pertes subies par les titres représentant des créances dans les périodes de hausse du loyer de l'argent. Le revenu des valeurs à revenu fixe peut être d'autre part considéré comme l'élément de base du revenu du portefeuille.

Nous avons indiqué quels étaient les titres dans lesquels le capitaliste français devait faire son choix parmi les valeurs à revenu fixe nationales. Rentes françaises, fonds garantis et emprunts gagés par l'État, obligations de la Ville de Paris et du Crédit foncier, obligations de Chemins de fer, obligations industrielles offrent au capitaliste une grande variété de placements. Mais, parmi ces valeurs, toutes ne sont pas bonnes à acquérir à une époque donnée. Elles ne doivent être mises en portefeuille que lorsque leur cours est au-dessous du pair et que, dès lors, elles sont à l'abri d'une conversion ou d'un remboursement imminent. Ce pair atteint, ou légèrement

dépassé, les valeurs à revenu fixe doivent être vendues.

Signalons, à titre d'exemple, les rentes françaises susceptibles d'être mises en portefeuille à l'heure actuelle : le 3 % perpétuel, qui vaut environ 87 fr. (nov. 1930) et qui a encore une bonne marge de hausse à parcourir ; les 4 % 1917 et 1918 qui, bien que se tenant aux environs du pair, ne sont pas convertibles avant une dizaine d'années et assurent ainsi à leurs porteurs un revenu très satisfaisant pour une assez longue période.

Parmi les fonds garantis on peut citer à titre d'exemple : Madagascar 2 1/2 %, qui vaut environ 68 fr. (1) ; Afrique Occidentale 3 %, dont le cours avoisine 415 fr. (pair 500 fr.).

Le 3 % Ville de Paris 1910 à 310 fr. (pair 400 fr.), le Crédit foncier 3 % 1909 à 200 fr. (pair 250 fr.), les Communales 3 % 1906 (pair 500 fr.) à 395 fr., peuvent être mis en portefeuille.

Dans le groupe des obligations de Chemins de fer, les anciens 3 % qui comportent une large prime de remboursement sont intéressants à acheter.

Seules retiendront l'attention du capitaliste les obligations industrielles cotées au-dessous du pair et émises par des Sociétés de tout premier ordre, possédant de solides réserves et distribuant sans défaillance depuis plusieurs années des dividendes à leurs actionnaires. Citons à titre d'exemple :

(1) Les cours cités sont ceux de la mi-novembre 1930.

Lyonnaise des Eaux 4 % 1905 à 410 fr. ; Compagnie Générale d'Electricité à 464 fr. ; Voitures de Paris 3 1/2 % à 404 fr., etc...

En ce qui concerne les valeurs à revenu fixe étrangères, le capitaliste ne mettra en portefeuille que celles qui sont émises par des États, des collectivités publiques et privées à gestion financière au-dessus de tout reproche. Tout débiteur qui ne tient pas ses engagements passés doit se voir refuser la confiance des épargnants. Parmi les États à crédit de premier ordre on peut citer la Grande-Bretagne, les États-Unis d'Amérique, la Suisse, l'Égypte, la Hollande, le Canada, etc... Si le capitaliste, attiré par un taux d'intérêt plus élevé, acquiert des titres émis par des États à gestion financière moins sûre, il recherchera exclusivement les emprunts extérieurs payables en or.

La Bourse de Paris ne fourmille pas de valeurs à revenu fixe étrangères de grande classe. Aussi, sommes-nous obligés de prendre quelques exemples dans les cotes des Bourses étrangères :

Grande-Bretagne : 4 % Funding Loan 1960-1990, cours à Londres 94.50 % ; 4 % Victory Bonds, cours (1) à Londres 97 % ;

Etats-Unis d'Amérique : 4 % Ville de New York, cours 100 1/2 % (exempt, pour les étrangers non domiciliés, de l'impôt américain sur le revenu et

(1) Cours fin octobre 1930.

d'affidavit) ; 4 3/4 % Federal Land Bank Bonds, cours 100 % (mêmes exemptions que ci-dessus).

Canada : 4 % Gouvernement du Dominion of Canada, 1960, cours 95.25 % ;

Suisse : 3 1/2 % Emprunt fédéral 1909, cours 96 % ; 3 1/2 % obligations des Chemins de fer fédéraux, séries A-K 94 % (dette directe de la Confédération).

Parmi les obligations industrielles étrangères de haute qualité, citons :

Etats-Unis d'Amérique : 4 % Union Pacific Rail Road Co. First Mortgage Rail Road and Land Grant Gold Bonds, cours 98 1/2 % ;

5 % Shell Pipe Line Corporation, cours 93 % (garantie inconditionnelle de la Shell Union Oil).

Canada : 4 % Perpetuel Consolidated Debenture Stock Canadian Pacific Railway, cours 90 % (hypothèque de premier rang sur tout le réseau).

4 1/2 % First Mortgage and Collateral Trust Sinking Fund, Gold Bonds, séries D, The Shawinigan Water and Power Cy., cours 97 % (première hypothèque sur toutes les propriétés possédées le 1^{er} octobre 1927 et acquises ensuite au moyen des bonds).

Suisse : 3 1/2 % Chemins de fer fédéraux 1910, cours 92.75 %, etc...

En ce qui concerne les valeurs à revenu variable françaises, si leur nombre est considérable, quelques-

unes seulement ont la faveur du public averti. Ce sont celles qui, ayant déjà un certain nombre d'années d'existence, ont su, grâce à une bonne gestion financière et à l'habileté technique de leurs dirigeants, se développer harmonieusement. Ces Sociétés possèdent de larges réserves et distribuent un dividende qui ne cesse de croître d'année en année. Elles sont dirigées par des hommes dont l'intégrité et l'habileté est bien connue. Elles possèdent en Bourse un large marché et sont considérées comme les valeurs dirigeantes de leur catégorie. Quiconque veut se donner la peine de suivre avec quelque attention l'activité industrielle et financière du pays a tôt fait de connaître ces valeurs.

Il n'entre pas dans le cadre de ce travail d'en donner la liste. Citons cependant à titre d'exemple :

Alimentation : Say, Dámoy.

Assurances : Abeille-Incendie, Foncière-Incendie, Prévoyance-Accidents.

Banques : Banque de France, Banque de l'Algérie, Crédit Lyonnais, Crédit Industriel et Commercial.

Chemins de fer : Nord, Santa-Fé.

Tramways : Tramways de Shanghai.

Docks et Eaux : Compagnie générale des Eaux, Docks du Havre.

Electricité et Gaz : Compagnie générale d'Electricité, Est-Lumière, Lyonnaise des Eaux, Gaz central.

Houillères : Lens, Carmaux, Charbonnages du Tonkin.

Mines métalliques : Mokta-el-Hadid, Mines de Bor.

Phosphates : Gafsa, Kali, Sainte-Thérèse, Phosphates de Constantine.

Produits chimiques : Air Liquide, Pechiney, Rhône-Poulenc, Saint-Gobain.

Sociétés financières : Union Européenne Industrielle.

Diverses : Chapal, frères, etc...

Le choix des valeurs étrangères réclamera un soin tout particulier. Le capitaliste s'orientera vers les grands titres internationaux cotés sur plusieurs Bourses étrangères et ayant des intérêts dans plusieurs pays importants. Beaucoup d'entre eux et des meilleurs ne sont malheureusement pas cotés à la Bourse de Paris, se souciant peu de se soumettre aux formalités et aux taxes nombreuses exigées pour leur admission jusqu'à ces derniers temps.

Voici, à titre d'exemple, quelques valeurs étrangères de grande classe cotées à la Bourse de Paris : Canadian Pacific Railway, Est Asiatique Danois, Suez, Crédit foncier Egyptien, Banque Nationale d'Égypte, Rio-Tinto, Tabac des Philippines, Royal Dutch, Shell Transport, Central Mining, Montecatini, Norvégienne de l'Azote, Kreuger and Toll, etc.

Parmi les grands titres étrangers non cotés à la Bourse de Paris, citons à titre d'exemple :

Etats-Unis d'Amérique : Pensylvania Rail Road Co, Louisville and Nashville Rail Road Co, Standard Oil of New Jersey, American Telephone and Telegraph, Westinghouse Electric Co, General Electric, United States Steel Corporation, International Harvester, Du Pont de Nemours, American Radiator, American can, etc...

Grande-Bretagne : International Holding, Courtaulds, Anglo Persian, Cunard Line, Imperial Gaz, Imperial Chemical Industrie. V. O. C. Imperial Tobacco, etc...

Divers : Compagnie Hispano-Américaine d'Electricité (CHADE).

SECTION III

Les Placements des Compagnies d'Assurances Américaines et Anglaises.

Nous venons d'indiquer les principes qui nous paraissent devoir présider à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières. Il nous paraît intéressant d'en rapprocher quelques aperçus sur les méthodes employées par les Compagnies d'Assurances américaines et anglaises pour la gestion de leur portefeuille titres (1).

Le problème qui se pose aux Compagnies d'assurances, quelle que soit leur branche (incendie, vie,

(1) P. H., *Inf. fin.*, 15 sept. 1929.

accidents), est le même que celui qui préoccupe le capitaliste : obtenir des fonds placés un bon rendement tout en recherchant la plus grande sécurité.

M. J. C. White and Co, de New York, a dressé une statistique du résultat des placements de 90 Compagnies « Incendie » américaines.

Il les range en trois catégories :

1^o Compagnies ayant plus de 40 % de leurs placements en actions ;

2^o Compagnies ayant moins de 40 % de leurs placements en actions ;

3^o Succursales américaines des Compagnies étrangères.

La statistique porte sur une période de quatre ans. Elle montre une tendance très nette à l'augmentation des placements en actions et une diminution des placements en hypothèques et obligations, les fonds d'État étant parmi les titres quelque peu négligés.

*Répartition des placements du groupe N^o 1
(plus de 40 % d'actions, 20 Compagnies)*

	Hypothèques	Obligations	Actions
1924	3.3	41.5	55.2
1925	2.3	38.7	59
1926	2.4	38.1	59.5
1927	1.9	27.4	60.7

*Répartition des placements du groupe N^o 2
(moins de 40 % d'actions, 45 Compagnies)*

	Hypothèques	Obligations	Actions
1924	4.7	76.5	18.8
1925	4.4	71.4	24.2
1926	4.4	69.7	25.9
1927	4 »	65.3	30.7

Répartition des placements du groupe N^o 3

	Hypothèques	Obligations	Actions
1924	2.1	93.4	4.5
1925	2.5	91.8	5.7
1926	3.6	90.5	5.9
1927	3.4	88.9	7.7

Il y a donc une notable diminution dans tous les groupes des placements en obligations ; elle est de 9,3 pour les groupes 1 et 2 et de 4,5 pour le groupe 3.

Nature des obligations des groupes 1 et 2.

	% du total	Gouv.	Villes	Canad.	Etran.	Ch. de Fer	Util. publ. ⁽¹⁾	Ind. et div.
1924	62.8	31.7	12 »	5.5	0.8	31.9	11	7.1
1925	58.3	27.7	11.7	5.2	0.8	32.1	13.8	8.7
1926	57.2	25.1	12 »	5	0.9	31.1	15.6	10.3
1927	53.5	19.9	13.8	5	0.9	32.2	17.4	10.8

Nature des obligations de groupe 3.

1924	93.3	28.3	10 »	0.5	9.1	40.7	7.3	4.1
1925	91.8	27.4	9.7	0.3	7.6	42 »	9.2	3.8
1926	90.5	22.8	8.5	0.2	8 »	43.9	12.3	4.3
1927	88.9	18.7	8.9	0.2	7.2	44.6	14.9	5.5

(1) Les Compagnies d'utilité publique sont celles s'occupant d'électricité, d'eau, de gaz, de tramways, de transports en commun etc...

Les obligations du Gouvernement sont en forte diminution dans les deux groupes : 11.8 dans les Compagnies américaines et 9.6 dans les autres. Par contre, il y a augmentation des obligations dites « Public Utility : 6,4 et 7,4 dans chacun des deux groupes. Notons également une légère augmentation pour les obligations industrielles et diverses.

En quatre ans (1924-1927), les placements des Compagnies « Incendie » ont augmenté de 458.500.000 dollars dont 50 % ont été placés en actions et 18 % seulement en obligations. Dans le premier groupe (1 et 2), les actions ordinaires entrent pour 77 % et les privilégiées pour 23 % ; les placements totaux en actions ont augmenté de 10 %, le groupe 1 passant de 55.2 à 60.7, le groupe 2 de 18.8 à 30.7., les Compagnies étrangères de 4.5 à 7.7.

Dans les Compagnies des groupes 1 et 2, les valeurs de Chemins de fer sont un peu délaissées ; les actions de Public Utility passent de 8.3 à 14.3 ; les actions d'entreprises industrielles sont en légère décroissance (2.7).

Les Compagnies étrangères ont augmenté leurs placements dans les actions de Chemins de fer (48.3 à 54.3), augmenté leurs participations dans les Public Utility (1.2 à 15.3), diminué leurs actions d'affaires industrielles (43.8 à 28.6), réduit le nombre de leurs titres en affaires de banque et de Compagnies d'assurances (5.3 à 1.8).

Répartition des placements en actions
(milliers de dollars)

Groupes 1 et 2 combinés

	Valeurs Bourse	% du total	Catégorie		Nature des actions			
			Ord	Prio- rité	Ch. de Fer	Util. publ.	Ind. div.	Banq. assur.
1924	302.950	33.1	—	—	23.6	8.3	68.7	
1925	385.032	38.2	—	—	22.6	10.6	43.6	23.2
1926	419.576	39.2	76.3	23.7	21.2	11.6	46 »	21.2
1927	634.328	43.4	76.6	23.4	21.1	14.2	40.9	23.8

Groupe 3

1924	6.905	4.5	—	—	48.3	1.2	50.5	
1925	8.776	5.7	—	—	44.5	6.4	43.8	5.3
1926	9.844	5.9	44.1	55.9	53.2	3.3	38.1	5.4
1927	13.519	7.7	45.6	54.4	54.3	15.3	28.6	1.8

Le tableau suivant indique les résultats obtenus dans chacun des trois groupes en dollars :

Groupe 1

	Revenu touché	Taux moyen	Accroiss. valeur	Taux global
1924	16.776.000	5.50	8.80	14.30
1925	19.013.000	5.47	6.92	12.39
1926	19.219.000	5 »	1.84	6.84
1927	20.851.000	5.07	9.14	14.21

Groupe 2

1924	23.344.000	4.92	3.92	8.84
1925	24.955.000	4.84	3.69	8.53
1926	26.354.000	4.59	2.65	7.24
1927	29.222.000	4.70	5.86	10.56

Groupe 3

1924	7.100.000	4.85	3.63	8.48
1925	7.003.000	4.62	1.36	5.98
1926	6.970.000	4.61	2.13	6.74
1927	7.292.000	4.56	2.70	7.26

Il est à remarquer que le taux moyen de revenu est en baisse pour tous les groupes. Mais les Compagnies ayant une proportion importante d'actions ont, grâce aux plus-values réalisées sur cette partie du portefeuille, à peu près le même taux global en 1924 et en 1927, malgré une diminution du taux de l'intérêt. Les résultats les moins favorables ont été obtenus par le groupe 3 qui a un portefeuille-actions peu important.

Si nous extrayons des tableaux précédents, pour les comparer plus aisément, un tableau des plus-values obtenues en Bourse, nous avons :

	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>
1924	8.80	3.92	3.63
1925	6.92	3.69	1.36
1926	1.84	2.65	2.13
1927	9.14	5.86	2.70

Le groupe 1 est celui qui a obtenu les résultats les meilleurs.

En Grande-Bretagne, nous allons constater la même tendance qu'aux États-Unis en ce qui concerne la faveur dont jouissent les placements en actions.

Une étude sur ce sujet a été faite par M. H. H. Raynes, secrétaire de la Legal and General Assu-

rance Society, et communiquée au London Institute of Actuaries.

M. Raynes pense qu'un capital placé pour partie en actions jouit d'une sécurité plus grande que celui qui ne serait placé qu'en obligations. Il estime qu'il faut tenir compte dans le choix de ses placements des circonstances politiques, économiques et considérer dans l'examen d'un titre non seulement le coupon, mais aussi la plus-value probable. Une trop grande rigidité dans les placements est nuisible et il faut savoir de temps à autre les réviser suivant les circonstances. L'étude de M. Raynes porte sur quinze ans, du 31 mars 1912 au 31 mars 1927, grande période de perturbations économiques. Il a choisi des groupes de valeurs qui avant la guerre figuraient dans le portefeuille des Compagnies « Vie » et comparé les résultats des placements en obligations, avec ceux que l'on aurait obtenus en plaçant les mêmes sommes en actions des mêmes Sociétés.

Les groupes choisis sont les suivants :

1. Chemins de fer anglais ;
2. Compagnies d'Electricité, Force et Lumière (anglaises) ;
3. Compagnies du gaz (anglaises) ;
4. Entreprises de fer, charbon, acier ;
5. Sociétés immobilières financières, hypothécaires ;
6. Compagnies de navigation ;
7. Compagnies télégraphiques ;
8. Trusts financiers ;
9. Entreprises textiles et branches connexes.

Les entreprises de banque et d'assurance émettant peu d'obligations ont été exclues. Les entreprises choisies dans chaque groupe sont de tout premier ordre et ont surtout leur activité limitée à la Grande-Bretagne.

La somme placée en obligations et actions était de 54.000 livres, soit 6.000 livres par groupe et environ 1.000 livres par entreprise. Il a été tenu compte de toutes les modifications que les titres ont pu subir au cours de ces dernières années.

1^o Comparaison du revenu annuel net des deux catégories :

Valeurs à revenu fixe et actions.

Année	Act. ord. revenu net d'impôts	%	Obligations revenu net d'impôts	%	Produit comb.d'une som. égale placée dans chaq. classe
	(en liv. st.)		(en liv. st.)		
1912	2.964	5.49	2.134	3.95	4.72
1913	3.624	6.71	2.134	3.95	4.72
1914	2.783	5.12	2.076	3.84	4.48
1915	2.946	5.46	1.924	3.56	4.51
1916	2.842	5.26	1.699	3.15	4.20
1917	2.954	5.47	1.698	3.14	4.30
1918	2.890	5.35	1.584	2.93	4.14
1919	2.389	6.28	1.584	2.93	4.60
1920	2.994	5.54	1.584	2.93	4.24
1921	2.891	5.35	1.584	2.93	4.14
1922	3.493	6.47	1.699	3.15	4.81
1923	3.731	6.91	1.754	3.25	5.08
1924	3.817	7.07	1.736	3.21	5.14
1925	3.483	6.45	1.783	3.30	4.88
1926	3.531	6.54	1.783	3.30	4.92

A noter que jamais le revenu des actions n'a été aussi bas que celui des obligations.

2^o Produit des placements en actions et obligations
dans les différents groupes de l'économie anglaise.

Année	Ch. fer anglais		Electricit.		Gaz		Fer. Ch. acier		Im. Hyp. Finances		Navigat.		Télégrap.		Trust fin.		Textiles et br. conn.	
	Act.	Obl.	Act.	Obl.	Act.	Obl.	Act.	Obl.	Act.	Obl.	Act.	Obl.	Act.	Obl.	Act.	Obl.	Act.	Obl.
1912	254	213	280	242	282	228	408	246	394	236	441	265	305	245	319	228	291	231
1913	276	213	316	242	263	228	404	246	423	236	345	265	330	245	332	228	235	231
1914	253	207	328	236	231	222	459	239	390	229	258	258	328	238	292	222	224	225
1915	231	192	284	218	242	206	558	222	363	242	369	239	343	221	260	206	296	208
1916	205	170	223	193	213	181	462	196	359	188	484	211	336	194	230	182	330	184
1917	204	169	235	193	194	181	609	196	427	188	489	211	336	194	230	182	330	184
1918	211	158	228	180	138	169	562	183	416	175	419	197	332	181	220	169	364	172
1919	222	158	315	180	139	169	578	183	452	175	507	197	390	181	241	169	545	172
1920	222	158	336	180	151	169	412	183	412	175	431	197	390	181	268	169	372	172
1921	222	158	284	180	178	169	478	183	483	175	431	197	390	181	275	169	450	172
1922	267	170	485	193	237	181	191	196	545	188	409	211	391	194	302	182	666	184
1923	256	175	589	199	264	188	177	202	604	194	454	218	392	200	334	188	661	190
1924	253	175	639	199	262	188	177	174	652	194	357	218	392	200	372	188	713	190
1925	236	181	584	206	270	194	134	179	551	200	353	225	395	208	405	194	555	196
1926	123	181	696	206	269	194	222	179	568	200	358	225	394	208	418	194	485	196

L'excédent du revenu des actions a été capitalisé à 4 % et le produit ajouté à la valeur de l'action au 31 mars 1927. On a calculé la compensation dans les groupes où certaines années le revenu obligation était supérieur au revenu-action. La supériorité des placements en action est nette puisque, après avoir déduit du revenu des actions une somme égale au revenu des obligations, il reste encore pour la période une somme de 27.662 livres sterling, produit du surplus d'intérêt capitalisé à 4 %.

La valeur en Bourse des actions était au 31 mars 1927	£ 80.073
Dividendes en excédent capitalisés	£ 27.662
	£ 107.735

Alors que la valeur en Bourse des obligations ne représentait que	£ 42.588
---	----------

M. Raynes remarque donc qu'il y a une perte de 22.3 % sur les obligations alors que le capital investi en actions a doublé. Il se défend d'avoir choisi une période durant laquelle les valeurs à revenu fixe ont été en dépression. Prenant comme exemple la période 1921-1927, il calcule que la valeur en Bourse était pour les obligations, en 1921, de 35.051 livres contre 42.588 en 1927, soit une augmentation de 12 %. Aux mêmes dates, les actions valaient 46.557 et 80.073 livres.

Cependant, M. Raynes ne condamne pas les placements en obligations. Il estime au contraire que les

placements doivent être faits à peu près par moitié et autant que possible dans des entreprises qui ont à la fois les deux sortes de valeurs car, lorsqu'une catégorie baisse, l'autre en montant tend à compenser les pertes. En outre, les placements en actions demandent une connaissance assez profonde du milieu économique.

Si maintenant nous recherchons quelle a été la politique de placement en valeurs mobilières des Compagnies anglaises d'assurances pendant les dernières années, on peut dire qu'abandonnant la rigidité de leurs anciens principes, elles recherchent moins le revenu immédiat que les plus-values éventuelles. Elles ont augmenté leur portefeuille-actions autant que l'a permis ces dernières années le prix élevé de ces titres en Angleterre. Elles ont placé 56 % des sommes disponibles en obligations, actions de priorité et actions ordinaires ; le reste est employé à des prêts sur police et en hypothèques. Il y a une tendance très nette à la diminution des investissements en fonds d'État.

SECTION IV

Les placements réglementés par les contrats ou par la loi.

Nous n'avons jusqu'à présent examiné que le cas du capitaliste entièrement libre d'effectuer ses placements comme bon lui semble. Il arrive parfois

que l'individu (ou la collectivité) chargé de la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières n'a pas la liberté de choisir comme il l'entend ses placements. Ce choix lui est imposé soit par un contrat, soit par la loi elle-même.

Les contrats de mariage adoptant le régime de la communauté et en particulier celui de la communauté d'acquêts contiennent souvent des clauses d'emploi ou de remploi. Elles visent généralement les biens propres de la femme. Elles tendent à empêcher que, par suite de l'aliénation de ces biens, ces propres appelés « parfaits » ne se transforment en propres « imparfaits », c'est-à-dire en un simple droit de créance sur l'actif de la communauté. Ces clauses obligent donc les époux qui aliènent un bien propre de la femme ou le mari qui touche une somme d'argent propre de la femme à en effectuer le remploi d'une certaine façon. Dans le cas des valeurs mobilières, l'agent de change chargé de l'opération de vente ne sera parfois valablement libéré qu'après que le remploi aura été réalisé. Il est stipulé en quels biens peut être fait l'emploi ou le remploi. Ce sont le plus souvent des immeubles ou des valeurs mobilières dont la liste se trouve dans le contrat. Les notaires à qui incombe, le plus souvent, le soin d'établir cette liste doivent s'efforcer d'y faire entrer toutes les valeurs de grande classe cotées sur les principaux marchés. C'est là un point délicat auquel les intéressés ne prêtent pas souvent assez d'attention.

Nous trouvons également la clause d'emploi et

de remploi dans les contrats de mariage instituant le régime dotal. Ces contrats, eux aussi, indiquent dans la grande généralité des cas quelles sont les valeurs mobilières qui pourront être acquises en remploi. Si le contrat de mariage est muet à ce sujet, le choix que pourrait faire le mari parmi les titres de Bourse serait des plus restreint. Il se limiterait aux actions de la Banque de France qui devraient être immobilisées et à certains Fonds publics qui ont été, dans des cas déterminés, assimilés par la loi à des immeubles.

En effet, les lois du 2 juillet 1862 (art. 46) et du 16 septembre 1871 (art. 29) ont décidé que les rentes françaises de toute nature peuvent être acquises en emploi ou en remploi lorsque le contrat prescrit un placement en immeuble. Ce régime a été étendu aux obligations émises par les Chemins de fer de l'État par la loi du 10 juillet 1915, aux titres du Crédit National par la loi du 30 juin 1923 (art. 107), et aux titres de la Caisse autonome de gestion par la loi du 7 août 1926 (art. 6). L'ordonnance du 2 avril 1817 (art. 6) permet, en faveur des Communes, des Établissements publics et d'utilité publique, de donner aux rentes, par simple déclaration, le caractère immobilier.

Les rentes françaises et les valeurs que nous venons d'énumérer peuvent également être acquises toutes les fois qu'un jugement, une disposition à titre gratuit, la loi, prescrivent un placement ou un remploi en immeubles.

Les rentes et valeurs ainsi acquises conservent leur nature mobilière.

Certaines collectivités publiques et certains individus sont tenus par la loi d'effectuer leurs placements en valeurs mobilières dans certaines catégories de titres, en particulier en rentes sur l'État.

Citons :

— La Caisse d'épargne postale (loi du 9 avril 1881, art. 9) ;

— La Caisse des Dépôts et Consignations et les Caisses d'épargne (loi du 20 juillet 1895, art. 1, 2, modifiée par la loi du 22 juillet 1927, art. 2, 6 et 10) ;

— Les comptables de deniers publics et, plus généralement, tous les fonctionnaires assujettis au cautionnement (loi du 13 avril 1898, art. 56, et 12 juillet 1902) ;

— Les entreprises d'assurance, de capitalisation et d'épargne (loi du 30 novembre 1917)... (1)

— Les Caisses prévues pour l'application de la loi sur les Assurances sociales (loi du 30 avril 1930, art. 31, modifiant et complétant la loi du 5 avril 1928).

(1) L. TROTABAS, *op. cit.*, p. 373 et 374.

TITRE II

Des opérations de gérance.

Voilà le portefeuille constitué. L'élément dans lequel il va évoluer est essentiellement mobile ; les marchés financiers, toujours en mouvement, sont périodiquement secoués par de grandes tempêtes, qui tantôt portent les cours à des niveaux par trop élevés et qui parfois, au contraire, les ramènent à des taux particulièrement bas. Le capitaliste doit bien connaître ces phénomènes. Il faut qu'il utilise au mieux de ses intérêts ces fluctuations périodiques ; elle régleront le rythme de ses achats et de ses ventes. Il doit savoir manœuvrer pour sauvegarder son patrimoine mobilier et pour essayer d'en tirer le meilleur rendement.

Dans un chapitre I nous étudierons les phénomènes de hausse et de baisse sur les marchés financiers.

Le chapitre II sera consacré aux mouvements qu'ils feront naître dans le portefeuille, influencé aussi par la législation fiscale et la publicité financière.

Dans le chapitre III nous étudierons la défense des droits attachés aux titres.

Enfin le chapitre IV traitera des opérations matérielles d'administration.

CHAPITRE I

LA HAUSSE ET LA BAISSSE

Un marché financier exprime ses impressions favorables ou défavorables par la hausse ou la baisse des cours.

Les grandes variations de l'activité économique, les événements politiques déterminent dans un sens ou dans l'autre des mouvements de vaste envergure. Chaque valeur en particulier subit, d'autre part, des influences qui lui sont propres.

A certains moments, sur l'ensemble d'un marché, ou sur telles valeurs déterminées, les offres de titres deviennent tellement abondantes qu'ils ne trouvent preneur qu'à des prix de plus en plus bas. C'est la Baisse.

Par contre, à d'autres périodes, une vague d'optimisme déferle sur le marché ou sur un titre. Le « papier », comme disent les spécialistes, est alors demandé à des cours de plus en plus élevés. C'est la Hausse.

SECTION I

Les Crises.

Si on jette un coup d'œil d'ensemble sur la vie d'un marché financier, on s'aperçoit qu'il y a de grands courants entraînant pendant une période plus ou moins longue la cote dans un sens ou dans l'autre. L'activité humaine, loin de suivre un développement harmonieux et continu, est ralentie par de grandes crises (1) qui éclatent à des intervalles variant entre sept et onze ans. Leurs effets, rarement locaux, étendent le plus souvent leurs ravages sur le monde entier. En 1930, l'économie mondiale subit une crise profonde. Qui ne se souvient de la crise de 1920 ? Elle avait été précédée depuis le milieu du XIX^e siècle par celles des années 1847, 1857, 1864-1866, 1873, 1882, 1890, 1900, 1907, 1913.

Avant la crise, on observe une période de prospérité caractérisée par la hausse des prix, l'élévation des profits, des salaires, du taux de l'intérêt et de l'escompte. La crise survenant, les prix baissent, les marchés regorgent de produits sans acheteurs, les entreprises les moins solides sont acculées à la faillite. Une période de dépression plus ou moins longue au cours de laquelle les prix se stabilisent, la production s'adapte aux conditions du marché économique,

(1) A. AFTALION, *Rev. d'Écon. politique*, mai-juin 1927.

achemine le monde vers la reprise des affaires et une nouvelle activité productrice.

§ 1. — *Les causes des crises.*

Les économistes se sont efforcés de déterminer les causes des crises périodiques.

Ceux qui sont partisans de la théorie quantitative de la monnaie (1) prétendent que la crise est due à l'augmentation du taux de l'escompte par les banques pendant la période de prospérité et à l'insuffisance des crédits accordés qui en découle en face d'une activité productrice toujours grandissante. Une fois la crise déclenchée, on ne peut songer à une reprise de l'activité économique qu'au moment où, le taux de l'escompte ayant considérablement baissé, l'abondance des moyens de paiement mis à la disposition du commerce et de l'industrie favorisera le retour de l'activité des échanges.

Cette théorie est discutée par M. Aftalion (2). Si en effet on constate, au moment où apparaît la crise, une hausse du taux de l'escompte, un resserrement de crédits, si d'autre part, au moment de la reprise de l'activité, le taux de l'escompte est très bas et les crédits faciles à obtenir, il faut observer que pendant la période de prospérité le taux de l'escompte et la difficulté à obtenir des crédits ne cessent de s'aggraver, que, aussitôt après la crise, malgré

(1) A. AFTALION, *Monnaie, prix et change*, p. 113, Paris, 1928.

(2) *Inf. fin.*, oct. 1930 et 11 déc. 1930.

un taux de l'escompte extrêmement bas et un crédit aisé, la crise se continue. Dès février 1928, le taux de l'escompte s'est élevé aux États-Unis. Cela n'a pas empêché la période de prospérité de continuer pendant l'année 1928 et jusqu'à l'automne 1929, malgré les ventes de titres effectuées sur le marché par les Banques Fédérales en vue de réduire les disponibilités et d'arrêter l'ascension des cours. Il y avait donc, en même temps, prospérité et tension monétaire. Par contre, dès le début de la crise, le taux de l'escompte a été réduit pour atteindre en janvier 1931 2 % ; les Banques Fédérales ont acheté des titres pour augmenter le volume de la circulation ; malgré cela, la crise n'a pas été enrayée.

Il semble donc que variation du taux de l'escompte et distribution plus ou moins aisée du crédit ne sont pas les causes des variations de l'activité économique mais en sont plutôt les effets.

Les causes véritables des crises, M. Aftalion pense qu'il faut les rechercher dans les mouvements du marché des marchandises et de la production. Les grandes crises mondiales sont des crises de surproduction. Il y a tellement de marchandises sur le marché que non seulement les besoins immédiats, impérieux de l'homme peuvent être satisfaits, mais encore ceux qui ne représentent que des besoins d'ordre secondaire. Pour la satisfaction de ces derniers, le consommateur n'acceptera de payer que des prix de plus en plus dépréciés à mesure que l'urgence de ses besoins deviendra moins grande.

Cette abondance sur le marché des marchandises a été amenée par la hausse croissante des prix qui, pendant la période de prospérité, incitait les industriels à augmenter toujours davantage leur production.

Or, cette inflation de produits à notre époque de machinisme ne saurait être immédiate. Elle nécessite la construction de nouvelles usines et l'augmentation de l'outillage, opérations qui s'étendent sur une assez longue période. La prospérité va donc se prolonger jusqu'au moment où, toutes ces nouvelles installations devenues productrices, le marché sera inondé de produits. La crise ne cessera que lorsqu'un certain nombre d'entreprises, celles dont les prix de revient sont trop élevés, auront sombré dans la tourmente et lorsque les stocks accumulés pendant la période de prospérité auront été écoulés à bas prix. Les besoins humains seront alors supérieurs à la production.

Il faut aussi remarquer que, pendant la période de prospérité, la demande de produits sera accrue par l'augmentation du revenu des individus qui trouvent en grande quantité à s'employer et perçoivent des profits et salaires élevés. La hausse des prix s'accroît de ce fait et prolonge la période prospère. Pendant la dépression, par contre, les profits ayant largement diminué, les salaires et le nombre des individus employés étant beaucoup plus bas, la demande des produits est réduite et cela a pour effet de prolonger et même d'accentuer la dépression.

Toutes les crises qui ont été étudiées présentent des caractères communs. Cependant elles se différencient les unes des autres par des phénomènes qui sont particuliers à chacune d'elles.

Comme toutes celles qui l'ont précédée, la crise de 1929-1930 est une crise de surproduction, mais elle se différencie de ses devancières, de l'avis de M. Aftalion (1), par les particularités suivantes :

1^o La crise n'a pas éclaté à la fin d'une période de prospérité mondiale. Déjà à l'automne 1929, point de départ de la crise, certains pays étaient atteints par la dépression économique (Allemagne depuis 1928, Angleterre depuis 1925). D'autres pays, au contraire, étaient en pleine prospérité (États-Unis, France, Belgique). Les conséquences lointaines de la guerre, la façon particulière dont certains pays ont résolu les divers problèmes économiques et monétaires qu'elle a posés ont quelque peu rompu « la simultanéité des mouvements cycliques des divers pays ».

2^o Dans les pays prospères, la crise n'a pas éclaté à la fin d'une période d'ascension des prix. Il n'y a pas, en 1928 et 1929, de hausse de prix en France et aux États-Unis. L'étude de la réduction du prix de revient, qui avait permis à l'industrie de réaliser des profits appréciables, semble avoir joué le même rôle comme stimulant de la production que la hausse des prix dans des crises précédentes.

(1) *Inf. fin.*, 24 oct. 1930.

3^o La surproduction agricole, au lieu de rester au second plan et de n'apparaître que sous forme de sous-consommation conséquence de la crise, a en 1929-1930 un rôle de premier plan.

4^o Le fléchissement des cours de Bourse n'a pas, comme dans le cas général, à New York particulièrement, annoncé la crise. Malgré le ralentissement économique qui se faisait sentir au milieu de 1929, ce n'est qu'en octobre de la même année que la baisse boursière s'est manifestée par une chute des cours aussi brusque que profonde.

5^o Il n'y a pas eu en 1929-1930 d'énormes besoins de crédits insatisfaits. Dès le début de la crise, le taux de l'escompte fut abaissé. Au lieu de constater d'abord la baisse des valeurs, ensuite celle des prix, enfin celle du taux de l'escompte, on a vu aux États-Unis, en 1929, le recul des prix, puis, presque en même temps, celui des valeurs et du taux de l'escompte.

6^o L'intervention rapide des Pouvoirs publics aux États-Unis, se caractérisant par la baisse du taux de l'escompte et des achats de marchandises opérés par le Gouvernement, si elle n'a pas obtenu de résultats bien satisfaisants, n'en a pas moins été réalisée avec une rapidité jusqu'ici inconnue.

7^o La crise a eu des répercussions politiques (révolutions sud-américaines, élections en Allemagne et aux États-Unis).

§ 2. — *La prévision des crises.*

Les marchés financiers sont extrêmement sensibles à ces grandes fluctuations économiques et généralement les prévoient. Les périodes de prospérité sont précédées par une campagne de hausse que la crise viendra soudain arrêter et à laquelle succédera une période de baisse profonde qui affectera toutes les valeurs à revenu variable, même les meilleures.

Le capitaliste doit essayer de tirer profit de cette alternance des périodes générales de hausse et de baisse. Durant les premières, il vend des titres ayant atteint des cours élevés ; pendant les secondes, il achète à bon compte des valeurs de premier ordre injustement dépréciées.

Le moment où la crise va éclater, l'époque où elle touche à sa fin présentent donc pour lui le plus grand intérêt.

Certains économistes ont essayé de rechercher une méthode permettant la prévision des crises économiques. Des études importantes ont été faites sur cette question, particulièrement aux États-Unis (1).

Les travaux du Comité de recherches économiques de l'Université d'Harvard, dirigée par le Professeur Warren M. Persons, ont permis de construire, à l'aide de données statistiques très précises, trois courbes : l'une se rapportant au marché des valeurs (*specu-*

(1) AFTALION, *Monnaie et industrie*, Paris, 1929, p. 124 et s.

lation) ; l'autre au marché des marchandises (*business*) ; l'autre enfin au marché monétaire (*money*). Ces trois courbes sont désignées par les lettres *A* pour les valeurs, *B* pour les marchandises, *C* pour la monnaie. On a constaté que chacune des trois courbes accuse des variations cycliques, mais qu'il existe entre elles un certain décalage. La courbe *A* (valeurs) commence à décliner dans la période de prospérité, alors que la courbe *B* (marchandises) continue à s'élever. Survient la crise, *B* fléchit à son tour, tandis que *C* (taux de l'escompte) continue à monter encore quelque temps. Puis *C* descend aussi à son tour. De 1903 à 1914, on a noté que le retard de *B* sur *A* est généralement de six à huit mois et celui de *C* sur *B* de quatre à six mois. La courbe *A*, dans le système que nous venons de décrire, est donc le baromètre. Cependant, les trois courbes se suivant, la baisse de la courbe *C* (taux de l'escompte) annonce un nouveau cycle au début duquel la courbe *A* sera la première à remonter. Le délai entre le mouvement descendant de la courbe *C* et le début de l'ascension de la courbe *A* varie entre six et douze mois.

Les économistes d'Harvard ont essayé de prévoir les cours des valeurs mobilières en considérant les mouvements du taux de l'escompte (1). « De 1884 à 1913, écrit M. Aftalion, on a constaté que, dans les phases de dépression industrielle, une baisse d'un

(1) AFTALION, *op. cit.*, p. 141 et 142.

point et quart du taux de l'escompte au-dessous du maximum précédemment atteint coïncidait à peu près (sous réserve d'une très légère avance ou d'un très léger retard) avec le moment où se mettaient à hausser les cours des actions industrielles. Dans les phases de prospérité, une augmentation d'un point et quart du taux de l'escompte, au-dessus du minimum précédemment atteint, coïncidait à peu près avec le moment où se mettait à fléchir le cours des valeurs. Si, durant ces trente ans, on s'était chaque fois porté acheteur d'actions industrielles après une baisse d'un point et quart du taux de l'escompte, on aurait acheté non pas absolument au plus bas cours, mais presque au plus bas. Et si on avait vendu après une hausse d'un point et quart du taux de l'escompte, on aurait vendu chaque fois presque au plus haut, sinon au plus haut. Mais la même règle n'a pas été observée entre 1866 et 1884, ni avec exactitude après la guerre. Aussi ne la fait-on pas entrer dans le système ordinaire des prévisions de Harvard. »

Le système de Harvard, système empirique qui prévoit l'avenir, d'après ce qui a eu lieu dans le passé, a donné de bons résultats de 1919 à 1925. Mais, depuis cette époque, la succession des trois courbes ne s'observe plus. La courbe marchandises (*B*) a baissé depuis le début de 1926 alors que la courbe des valeurs (*A*) qui aurait dû décliner la première a continué son ascension entrecoupée de quelques réactions passagères jusqu'en 1929. D'autre part, dès 1925, le taux de l'escompte était augmenté

d'un point et quart depuis le minimum antérieur et cependant les cours des actions industrielles ont continué leur ascension.

Qu'a-t-on fait en France pour essayer de prévoir le mouvement des affaires ? Dès avant la guerre, on s'est préoccupé de cette question. Certains prenaient comme baromètre économique « les variations de sens contraire du portefeuille commercial de la Banque de France d'une part, de l'encaisse de la Banque d'autre part ». M. Lescure attachait une grande importance aux variations des recettes nettes des Chemins de fer et des ordres en carnet du Trust de l'acier aux États-Unis.

Après la guerre, tout en s'abstenant de prévisions, des documents pleins d'intérêt ont été mis à la disposition des capitalistes. Citons : *Les Indices du mouvement des affaires*, publication trimestrielle, paraissant sous la direction de M. March, le *Bulletin de la statistique générale de la France*.

Dans le *Journal de la Société de statistique de Paris* de juin 1927 et de mai 1928, M. Jean Dessirier expose une méthode de prévision des cours des valeurs à revenu variable. Il compare la courbe du cours des valeurs et celle de leur revenu. Les données de 1913 servent de base. Le taux du revenu des valeurs à revenu variable en 1913, soit 3.81 %, est pris comme taux normal. Quand la courbe du cours des valeurs monte nettement plus haut que la courbe de leur revenu, une réaction doit se produire et le cours des

actions va fléchir. Par contre, si la courbe des cours des valeurs tombe au-dessous de celle des revenus ou seulement au même niveau, une reprise est prochaine. En 1919-1920, la courbe des valeurs s'étant élevée au-dessus de celle du revenu, la dépression intervint en avril 1920. Il en fut de même fin 1923, début de 1924 et la baisse survint en mars 1924 ; même phénomène en 1926, 1927, 1928. En sens contraire, en 1921-22, 1925, fin 1926, la courbe des cours des valeurs ayant baissé par rapport à celle du revenu, la reprise n'a pas tardé à suivre.

On peut reprocher à cette méthode d'être à courte vue, de ne pas prévoir les mouvements à longue échéance comme essaie de le faire la méthode d'Harvard. D'autre part, elle ne précise pas le moment où la hausse ou la baisse des valeurs va se produire, la discordance entre les deux courbes pouvant durer un certain temps ; en 1919-1920 et en 1923-1924 elle a duré un an.

M. Dessirier, qui certes se rend compte de ces lacunes, estime qu'il faut compléter sa méthode par un ensemble d'observations portant sur de nombreux indices des prix de gros, du commerce extérieur, de la production industrielle, du chômage, du mouvement du portefeuille et des sorties de numéraire de la Banque de France, des compensations dans les Clearing, des recettes de Chemins de fer, etc...

Dans une étude récente (1) sur la crise boursière de

(1) *Inf. fin.*, 1^{er} nov. 1930.

1929-1930, M. Jean Dessirier constate qu'elle est comparable, dans ses grandes lignes, à ses devancières, si on l'examine au point de vue du taux de capitalisation. Il cite les faits suivants :

« Avant la guerre, pour l'oscillation peu profonde de 1899, le taux net moyen des valeurs à revenu variable est passé de 3.74 environ en 1898 à 3.60 en avril 1899, pour revenir à 3.88 en fin 1899, et dépasser 4 % en octobre 1900.

» Pour l'oscillation très courte de 1907, le taux net moyen des valeurs à revenu variable s'est abaissé de 4,12 en 1906 à 3.97 en février 1907, pour s'élever à nouveau à 4.32 en fin 1908.

» Pour l'oscillation plus marquée de 1912-1913, le taux net moyen est passé de 3.73 en moyenne en 1911 à 3.35 en septembre 1912 pour s'élever à nouveau à 3.97 en fin 1913 et dépasser 4 % à partir de mars 1914.

» Pour l'oscillation de 1920, le taux net moyen des valeurs à revenu variable est passé de 3.29 % en moyenne en 1919 à 2.42 (pointe extrême) en avril 1920, pour remonter à 3.75 en fin 1920 et dépasser 4 % en 1921-1922.

» Pour l'oscillation de 1924, le taux net moyen est passé de 3.31 en moyenne en 1923 à 2.79 (pointe extrême) en février 1924 pour s'élever à nouveau à 3.74 en fin 1924, et dépasser 4 % en 1925.

» Dans la dernière oscillation de 1928-1930, le taux net moyen parti de 3.52 en novembre 1927, s'est abaissé à 2.24 en janvier 1929, pointe extrême

nettement inférieure au taux atteint en avril 1920. Le taux moyen s'est élevé à nouveau à 2.95 en octobre 1929 et à 3.66 au 15 octobre 1930. Ce dernier taux doit être majoré encore en réalité de 8 % environ pour tenir compte des dégrèvements fiscaux récemment introduits et dont la répercussion effective se fera ultérieurement, ce qui le porte à 3.95. Ce taux déjà élevé se rapproche des maxima qui ont été atteints au cours des crises antérieures. C'est un fait remarquable sur lequel il n'est peut-être pas inutile d'attirer l'attention.

» Le parallélisme, au moins relatif, des oscillations précédentes apparaît nettement. Au milieu des oscillations profondes des cours des valeurs à revenu variable, en relation avec le cycle économique, la notion de taux de capitalisation a joué le rôle d'un élément d'appréciation relativement fixe ou à variations assez limitées et facilement contrôlables... Des indications précédentes, on ne peut certes pas tirer des conclusions formelles, valables dans l'avenir pour toutes les circonstances. Mais nous croyons que la spéculation à long terme pourra utilement ne pas perdre de vue les données historiques, se souvenir par exemple que depuis un demi-siècle les variations du taux moyen des valeurs à revenu variable, de part et d'autre de sa ligne moyenne, ont très rarement dépassé 1/2 % et très exceptionnellement 3/4 %. On peut trouver dans cette notion des conseils assez précis de modération et de prudence, lorsque, parvenant à un niveau élevé, la Bourse

escompte trop prématurément ou avec trop d'optimisme un ensemble de facteurs favorables ou, inversement, un soutien très net dans les périodes de dépression trop accentuée (1). »

Les diverses méthodes que nous venons d'exposer rapidement ne permettent pas encore de prévoir avec une sécurité absolue les grands mouvements des Bourses de valeurs. Elles n'en constituent pas moins une aide précieuse pour le capitaliste.

Dans tous les pays des études sont poursuivies sur cette question. L'Angleterre a depuis 1923 le London and Cambridge Economic Service ; l'Italie les Indici del Movimento Economico Italiano ; l'Allemagne, depuis 1926, L'Institut für Konjunkturforschung ; l'U.R.S.S. un institut de conjoncture.

(1) Tableau des variations du revenu brut moyen des valeurs mobilières à revenu variable.

	Taux nets	
	Maxima	Minima
1898-99	3,74	3,60
1906-08	4,32	3,97
1911-14	4 » et au delà	3,35
1919	3,29	»
Avril 1920.....	»	2,42
1921,22	4 » et au delà	»
Février 1924	»	2,79
1925	4 » et au delà	»
Janvier 1929	»	2,24
Octobre —	»	2,95
Octobre 1930	3,66	»

En décembre 1930, le taux moyen du revenu brut des valeurs à revenu variable a été de 4,26 %, alors que celui des valeurs à revenu fixe, n'a été que de 3,95 %.

SECTION II

Les causes secondaires de hausse et de baisse.

Les mouvements généraux de grande envergure sont quelquefois influencés dans un pays ou un continent par des événements politiques. Certaines valeurs, pour des causes que nous aurons à rechercher, se désolidarisent du mouvement général et n'en subissent que partiellement les effets.

§ 1. — *Causes générales d'ordre secondaire.*

Nous avons déjà dit que les événements politiques pouvaient avoir sur un marché et quelquefois sur l'ensemble des marchés des répercussions importantes. Les élections allemandes de septembre 1930 ont accéléré la baisse qui sévissait sur toutes les Bourses. Pendant la guerre, certains titres ont réalisé des plus-values considérables, les industries qui les avaient émis étant des fournisseurs des belligérants.

D'autres causes, de moindre envergure, mais qui n'en ont pas moins pour la spéculation une certaine importance, impressionnent les marchés financiers. On a observé (1) sur le marché de Paris qu'aux

(1) S. Robert-MILLES, *op. cit.*, p. 141 et s.

grandes échéances l'argent se raréfie et les crédits se tendent. Les capitalistes réalisent des valeurs mobilières pour se créer des disponibilités. En général fin mars, fin juillet, fin octobre, fin décembre, les cours ont tendance à baisser.

Au contraire février, mai, août, novembre sont des mois de hausse.

Le retour du printemps amène généralement la reprise ; on a souvent constaté un renouveau très net d'activité de février à juin. A partir de juin, les départs en vacances commencent, les spéculateurs liquident leurs positions et la Bourse a tendance à baisser. Les mois de juin et juillet, au cours desquels beaucoup d'achats de matières premières sont effectués, sont des périodes de dépression.

A la vérité, c'est surtout la spéculation à court terme qui se préoccupe de ces variations saisonnières.

§ 2. — *Les fluctuations particulières d'une valeur. — Leurs causes.*

Des causes particulières indépendantes des grands mouvements économiques peuvent influer sur la valeur d'un titre particulier.

En ce qui concerne les rentes et les obligations, nous avons déjà signalé le danger que court le capitaliste en conservant en portefeuille des titres convertibles ou remboursables à une échéance rapprochée. Si l'on ne devance pas la conversion ou le remboursement, on risque d'enregistrer une perte sensible

en capital. M. Leroy-Breaulieu (1) rapporte que dans les années 1876 à 1882, on a vu des rentiers garder leurs titres 5 % français qui cotaient alors jusqu'à 117. Ils auraient dû les arbitrer aux environs du pair contre de la rente 3 %. Le même phénomène pouvait s'observer de 1883 à 1893, période pendant laquelle des porteurs de rente imprévoyants conservaient leur 4 1/2 % alors qu'il cotait 107 ou 108, et que l'arbitrage contre du 3 % s'imposait.

En ce qui concerne les valeurs à revenu variable, le capitaliste doit apporter la plus grande attention à la durée des concessions consenties à quelques-unes d'entre elles ; à la durée des brevets qui leur appartiennent.

« Il était notoire, écrit M. Leroy-Beaulieu, que la concession de la Compagnie parisienne du Gaz expirait le 31 décembre 1905, et étant donné, d'une part, la mentalité des conseils municipaux parisiens, de l'autre, l'avortement successif des divers projets de prorogation, on pouvait longtemps d'avance, douze ou quinze ans d'avance, prévoir que la concession ne serait pas renouvelée, ou ne le serait qu'à des conditions très dures ; que, dans tous les cas, les actions de cette Société perdraient beaucoup de leur valeur. Néanmoins, de 1881 à 1893, les actions du Gaz parisien se cotèrent aux environs de 1.400 fr., parfois même aux environs et au-dessus de 1.500 fr., alors que le dividende net ressortait à peine à 4 % ;

(1) LEROY-BEAULIEU, *op. cit.*, p. 274 et s.

de 1894 à 1900, elles se tinrent encore entre 1.100 et 1.200. Tous les capitalistes attentifs se défièrent, en cette période, des actions du Gaz parisien... Ceux qui, au contraire, les conservèrent ont perdu entre 20 et 40 % de leur avoir placé en ces titres. »

Les concessions des grandes Compagnies de Chemins de fer français se terminent aux dates suivantes : Nord 1950 ; Est 1954 ; Orléans 1956 ; P.-L.-M. 1958 ; Midi 1960. A cette date les actionnaires auront été remboursés à la valeur nominale du titre à laquelle il faudra ajouter l'actif net dont il est peu commode d'indiquer dès à présent la consistance.

La concession du Canal de Suez, grande vedette de la Bourse de Paris, expire le 17 novembre 1968. A ce moment-là, tous les titres auront été remboursés au pair de 250 fr. et les actionnaires se partageront l'actif net. On a calculé (1) que l'actionnaire actuel devait dès à présent songer à amortir la perte qu'il pourra subir dans une quarantaine d'années en prélevant environ 15 fr. sur le coupon annuel.

SECTION III

Conduite à tenir par le capitaliste.

Le capitaliste, dans l'observation des grands mouvements des marchés financiers, doit faire preuve de calme et de sang-froid. Attentif aux fluctuations

(1) *Journ. des Fin.*, 16 mai 1930.

économiques, il ne se laissera pas griser par les périodes d'optimisme éperdu qui emportent les cours vers des sommets trop élevés. Il sait que rien n'est éternel et que la hausse ne saurait toujours se poursuivre. Il profitera donc des périodes de prospérité pour réaliser avec bénéfice une partie de ses actions ordinaires. Les disponibilités ainsi créées, il pourra les employer à l'achat de valeurs à revenu fixe souvent fort dépréciées dans ces moments-là ; ou bien il les placera chez un agent de change ou un coulisier en report, attendant une baisse sensible des cours pour se réapprovisionner en bonnes valeurs à revenu variable. Au cours d'une crise grave ayant ramené les cours des actions ordinaires à des prix très bas, il arbitrera avec fruit des valeurs à revenu fixe contre des actions.

S'il lui arrive de ne pas réaliser ses valeurs à revenu variable en période de grande activité économique, il ne se laissera pas influencer par les conseils pessimistes qui, une fois la crise venue, ne manqueront pas de l'inciter à réaliser même en perte une partie de ses participations. Les valeurs qu'il a en portefeuille sont de grande classe, elles doivent retrouver un jour ou l'autre des cours beaucoup plus avantageux. Il suffit que leur propriétaire soit patient.

Les périodes de dépression, nous l'avons dit, sont favorables aux valeurs à revenu fixe. Le capitaliste dont le portefeuille est judicieusement équilibré regagne donc en partie d'un côté ce qu'il perd de l'autre.

En étudiant très attentivement les valeurs auxquelles il s'est intéressé, le capitaliste, avec un peu de bon sens, ne tardera pas à découvrir celles qui, à partir d'une certaine époque, sont frappées d'un germe de dépérissement. Aussi au moment qu'il jugera favorable, alors que les cours du titre sont encore élevés, il sera en mesure de les réaliser et d'éviter la perte certaine que son inattention aurait pu lui faire subir quelques années après.

CHAPITRE II

LES MOUVEMENTS DU PORTEFEUILLE

Certaines circonstances vont donc amener le capitaliste à modifier de temps à autre la composition de son portefeuille, à opérer ce que l'on appelle des arbitrages. Ces opérations seront d'ailleurs peu fréquentes, car il est mauvais de bouleverser à tout propos un portefeuille.

Le capitaliste s'adressera à des intermédiaires qui font profession d'acheter et de vendre pour le compte d'autrui sur les marchés financiers. Les ordres d'achat et de vente leur seront passés suivant une méthode que nous nous proposons de déterminer. Ils seront quelquefois influencés par la législation fiscale et aussi par une adroite publicité financière.

SECTION I

L'achat et la vente.

Le capitaliste qui s'est fixé un programme d'achat ou de vente de valeurs mobilières s'adresse en général à son banquier qui fait exécuter en Bourse les ordres de sa clientèle par des courtiers qui portent le nom d'agents de change et de coulissiers.

§ 1. — *Les intermédiaires (1) ;
les opérations comptant.*

Les ordres de Bourse que le capitaliste passe à son banquier sont transmis à des agents de change qui ont le monopole des achats et des ventes de titres cotés au marché officiel ou Parquet. D'autres titres sont cotés au marché en banque et les ordres les concernant sont exécutés par les membres du Syndicat des banquiers en valeurs à terme et les membres du Syndicat des banquiers en valeurs au comptant. On les appelle des coulissiers. Le marché officiel et le marché en banque sont subdivisés en deux marchés : celui du comptant et du terme.

Le comptant ne s'occupe que d'opérations dont le règlement se fait pour ainsi dire sur l'heure, tandis que les opérations du marché à terme se liquident

(1) V. THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 553 et s.

pour le marché officiel le 15 et à la fin de chaque mois, pour le marché en banque en fin de mois seulement.

Nous ne nous occupons ici que des opérations qui se traitent au comptant. Ce sont surtout celles-là qui intéressent le portefeuille. Le marché à terme a presque uniquement pour clientèle des spéculateurs cherchant une différence à réaliser à bref délai. plutôt qu'un placement de longue durée.

Les guichetiers des banques inscrivent les ordres de Bourse des clients sur des bordereaux imprimés et détachés d'un livre à souche. En tête est notée la date de l'ordre. Ils sont divisés en deux tableaux réservés : celui de gauche pour les achats, celui de droite pour les ventes. Dans chacun des tableaux on indique : le nombre et la dénomination des titres, le cours auquel le client désire que l'opération soit faite, la durée de validité de l'ordre. Si la durée de validité de l'ordre n'est pas indiquée il devient nul en fin de Bourse ; si l'ordre a été déclaré valable, jusqu'à révocation il doit être conservé jusqu'à la dernière Bourse du mois pour le comptant.

L'indication des cours est donnée ainsi qu'il suit :

Au mieux ; à un cours chiffré ; au cours moyen.

L'ordre au mieux laisse toute latitude à l'intermédiaire. Il est très employé pour l'exécution des ordres au comptant. Il est d'usage dans ce cas que l'agent traite au premier cours.

L'ordre à un cours chiffré est celui donné à un prix indiqué sur le bordereau (maximum pour acheter,

minimum pour vendre) (1). Ex. : Achetez 10 actions de capital de Suez à 16.000. Au marché au comptant, toute transaction devant être cotée, ne porterait-elle que sur un titre, il peut arriver que l'ordre ne soit pas exécuté alors que le cours de 16.000 a été inscrit. Le capitaliste ne peut réclamer que si la cote signale un prix inférieur à la limite qu'il a indiquée.

Le cours moyen est le prix moyen entre les deux cours extrêmes cotés pendant la séance officielle. Au cas où un seul cours est pratiqué, les ordres au cours moyen sont exécutés à ce cours-là. Le cours moyen depuis le 15 janvier 1920 n'est plus pratiqué que pour les rentes françaises.

Les titres au porteur négociés au comptant doivent être livrés par l'agent de change vendeur avant la dixième Bourse qui suit la négociation. Les fonds provenant d'une vente de titres au porteur doivent être dans le cas général à la disposition du donneur d'ordre dès le surlendemain du jour de la négociation. Pour les titres essentiellement nominatifs, c'est à-dire qui ne comportent en aucun cas la forme au porteur, l'article 16, 1^{er} alinéa, de la loi du 31 juillet 1920 dispose : « Dans le cas de négociation en Bourse de titres nominatifs, l'agent de change acheteur doit payer son prix à son confrère vendeur contre remise du titre nominatif accompagné d'une déclaration de transfert signée par le titulaire et certifiée par l'agent

(1) En période de dépression boursière, alors que le marché de beaucoup de titres est devenu très étroit, il est recommandé de donner des ordres à un cours chiffré et nettement en baisse sur les cours précédemment cotés. Ainsi on peut saisir une occasion favorable.

de change vendeur. La régularisation du transfert au nom du client acheteur est ensuite poursuivie par les soins de l'agent de change acheteur. » Mais les titres susceptibles d'être convertis en titres au porteur continuent à n'être livrés entre agents de change que sous cette forme tant que l'article 47 du décret de 1890 n'aura pas été abrogé. Cette dernière remarque s'applique également aux titres appartenant à des incapables et aux actions non entièrement libérées (art. 16, al. 2 et 3, loi du 31 juillet 1920).

La rémunération des intermédiaires consiste dans la perception pour chaque opération d'un courtage (1)

(1) *Courtages.*

Parquet comptant.

Rentes françaises 0 fr. 15 %, minimum 0 fr. 50.

Obliq. des Ch. de fer	} 0.20 %, minimum 0,75.
Fonds coloniaux	
Départements et communes	
Crédit Foncier obligations	

Autres valeurs :

Actions, obligations.

Cours inférieur à	50 fr...	0,15	par titre	} minimum 1 fr. 50.
—	100 fr...	0,30	—	
supérieur à	100 fr...	0,30	%	
Fonds d'États étrangers et toutes autres valeurs				
0,30 %.				

Coulisse (à partir du 2 juin 1930) :

Minimum par bordereau 4 fr.

Valeurs se négociant en % sur le montant du bordereau 4 0/00

Autres valeurs :

Jusqu'à 25 fr.	inclus	0.25	par titre
De 25 à 75	—	0.50	—
De 75 à 150	—	1.00	—
De 150 à 250	—	1.50	—
De 250 à 350	—	2. »	—
De 350 à 500	—	2.50	—
De 500 à 650	—	3.00	—
De 650 à 1.000	—	3.50	—
Au delà de 1.000 fr.	—	3.50	0/00.

auquel vient s'ajouter un impôt (1) sur les opérations de Bourse. Ces frais sont portés sur les bordereaux qui annoncent au client le détail des opérations exécutées pour son compte et qu'il reçoit à Paris le lendemain de l'exécution de l'ordre.

§ 2. — *La méthode.*

Le capitaliste doit choisir la période au cours de laquelle il va acheter ou vendre. Il doit opérer suivant une certaine méthode.

A) L'ACHAT

Il y a des moments qui sont favorables à l'achat. On doit acquérir des valeurs à revenu variable pendant les périodes de dépression économique, des valeurs à revenu fixe pendant les périodes de grande prospérité industrielle au cours desquelles les capitaux délaissent rentes et obligations pour se porter vers les affaires commerciales ou bien lorsque certains États à crédit de premier ordre voient leurs titres baisser par suite de circonstances politiques.

En aucun cas, le capitaliste ne doit se laisser entraîner à l'achat par la vogue de certains titres. S'il achète au moment où le nom de telle ou telle Société est dans toutes les bouches, il y a gros à parier qu'il

(1) *Impôts.* Ventes et achats :

Rentes françaises 0,0125 0/00. Autres valeurs, 1 fr. 0/00. Sur le montant de chaque opération faite à l'étranger 2 0/00. Pour les valeurs non libérées, le droit est calculé sur le chiffre réel de l'opération en ne tenant pas compte de ce qui reste à verser.

aura comme contre-partie des spéculateurs qui ont fait proclamer *urbi et orbi* les mérites du « papier » qu'ils veulent écouler au prix fort sur le marché.

Le capitaliste avisé n'a que faire du titre en vogue. Il recherche des valeurs qui, à l'examen attentif, révèlent des « possibilités ». Les bonnes affaires se soucient peu du bruit que l'on fait autour d'elles. Mais si la vogue s'empare d'un titre déjà mis en portefeuille, il faut profiter des hauts cours pour s'en débarrasser et au besoin le racheter un peu plus tard.

Faut-il opérer ses achats en une fois ou procéder par échelon ? Dès qu'il s'agit de participation importante, il faut préférer la seconde méthode. Entre temps on peut continuer à étudier l'affaire ; se rendre compte de la tenue du titre sur le marché. En période de dépression l'achat par échelon permet souvent de profiter d'une nouvelle baisse, le point le plus bas étant toujours bien difficile à déterminer.

Certains capitalistes ont coutume lorsqu'un titre, qui déjà figure dans leur portefeuille, baisse dans une large proportion d'acheter à nouveau, pour diminuer leur prix d'achat moyen. Le système des moyennes n'est recommandable que lorsque l'on est bien sûr de la qualité du titre à acquérir, que lorsque l'on est certain que la baisse prolongée de la valeur est due aux conditions économiques générales et non à un vice grave inhérent à l'entreprise elle-même. D'autre part, l'important principe de la dispersion des placements ne doit pas être perdu de vue et le

capitaliste ne doit pas s'engager dans une affaire au delà de la proportion maxima qu'il s'est fixée. Au surplus l'acheteur doit se méfier, même de lui-même, et penser que la confiance qu'il porte à un titre très déprécié en Bourse n'est peut-être pas justifiée. Un complément d'information ne sera pas inutile avant un nouvel achat.

Un système d'achat qui peut présenter des avantages, mais qui aussi est plein de dangers pour le capitaliste, c'est la souscription des titres à revenu variable, à l'émission, au moment de la constitution de la Société. Nous avons condamné de telles pratiques dans le chapitre précédent en conseillant au capitaliste moyen de ne s'intéresser qu'à des affaires ayant déjà fait leurs preuves. Et c'est là, nous en sommes convaincus, une règle générale. Il peut arriver cependant qu'une entreprise de classe, constituant une filiale, réserve une partie des nouveaux titres créés à ses actionnaires. Lorsque les parrains de la nouvelle venue inspirent toute confiance, qu'ils ont déjà donné des gages de leur honorabilité et de leur habileté, il peut être expédient pour le capitaliste aisé de souscrire à l'émission. Certes, il ne doit pas espérer une rémunération immédiate de son capital, mais s'il peut attendre quelques années, il recueillera peut-être un bénéfice intéressant de son opération.

Une pratique qui, en certains cas, peut être recommandable, consiste à entrer dans une affaire au moment d'une augmentation de capital. De gros capi-

talistes, des Sociétés s'adressent directement au syndicat de garantie, ou en font partie et obtiennent ainsi une participation à bon compte. Mais il se peut aussi que le petit capitaliste ait intérêt à acquérir des droits en Bourse et à souscrire à l'augmentation de capital. C'est là une question d'opportunité.

B) LA VENTE

S'il est en somme assez aisé d'acheter, savoir vendre est une opération beaucoup plus difficile et qui demande du sang-froid et de la décision.

Lorsque l'on est certain qu'une valeur mise en portefeuille est entachée d'un vice grave, qui un jour ou l'autre doit amener la baisse des cours, il faut sans hésiter s'en défaire, même au prix d'une perte. Cette détermination sera prise après mûre réflexion et surtout après une enquête très sérieuse auprès de personnes tout à fait dignes de confiance. Il ne faut surtout pas s'en remettre à certaine publicité financière qui parfois a intérêt à discréditer certains titres que des spéculateurs aussi avisés que peu scrupuleux rachètent en sous-main.

Mais que faire lorsque, sur une participation, on réalise d'importants bénéfices? Doit-on conserver éternellement ou bien réaliser l'ensemble, ou bien vendre par échelon?

Les explications que nous avons déjà fournies au sujet des crises économiques et des mouvements boursiers en général vont nous permettre de répondre. Il est certain que la hausse d'un titre, quelle que soit

sa qualité, ne saurait être éternelle ; il ne fait pas de doute également que dans les périodes de prospérité, la Bourse, obéissant à un optimisme exagéré, pousse souvent à un niveau trop élevé même les meilleurs titres. Si donc, dans ces périodes, on conserve intégralement sa participation, on peut être assuré de voir tomber les cours à des niveaux beaucoup plus bas. D'autre part, si dès qu'une hausse se produit on liquide immédiatement sa participation, on peut prendre sa décision prématurément, car nul ne saurait dire avec certitude quel sera le point culminant de l'ascension, et perdre ainsi des sommes importantes par manque à gagner. La méthode à recommander est la vente par échelon. Soit un titre acheté 1.000 fr. ; lorsqu'il cote 1.200 ou 1.300 fr., il est sage de liquider une partie de sa participation, 20 à 25 % par exemple. Si la hausse se continue, on vendra progressivement des fractions de 10 à 5 % jusqu'à ce qu'on ait liquidé environ 50 % de sa participation. Alors il sera sage, si le titre présente des possibilités d'avenir, d'arrêter ses ventes. Les titres restant en portefeuille ne représenteront plus un prix d'achat bien élevé, celui-ci ayant été considérablement diminué par les bénéfices réalisés. Le risque du capitaliste devient donc très faible et d'autre part il se réserve des possibilités de gains exceptionnels au cas où le titre, au bout d'un certain nombre d'années, atteindrait des cours très élevés.

SECTION II

Influence de la législation fiscale sur les mouvements
du portefeuille.

Les impôts frappant les valeurs mobilières sont devenus tels en France depuis la guerre que certains capitalistes ont essayé, par des moyens divers, d'échapper aux prélèvements exagérés de l'État.

§ 1. — *Taxes frappant les valeurs mobilières.*

En 1929, les impôts divers sur les valeurs mobilières étaient tellement élevés que le législateur a été amené à desserrer quelque peu l'étreinte fiscale. Il l'a fait par la loi du 31 juillet 1929 et le décret du 20 février 1930 (1) ; la loi du 29 décembre 1929 (2) ; la loi de dégrèvements du 26 avril 1930 (3).

A l'heure actuelle, les tarifs sont fixés ainsi qu'il suit :

SOCIÉTÉS FRANÇAISES

<i>Droit de timbre</i>	{	20 centimes % par an du capital nominal des titres ou, le cas échéant, du capital nominal augmenté de la prime d'émission.
		Droit réduit à 10 centimes % par an pour les titres émis du 1 ^{er} janvier au 28 avril 1930 inclus.
		Droit réduit à 5 centimes % par an pour les titres émis à compter du 29 avril 1930.

(1) *J. O.* 22 fév. 1930. *J. des Soc.*, mai 1930, 321.

(2) *J. O.* 30 déc. 1929, *J. des Soc.*, 1930, 58.

(3) *J. O.* 27 avril, *J. des Soc.*, mai 1930, 329.

	Pour les titres au porteur, 40 centimes % par an à partir du 1 ^{er} juillet 1930 sur la base du cours moyen de l'année précédente. Pour le transfert des valeurs essentiellement nominatives, le droit est de 30 centimes %. Pour la conversion au porteur des titres nominatifs, le droit est de 50 centimes %. Le transfert du porteur au nominatif est exempt de ce droit.
<i>Droit de transmission.</i>	
<i>Impôt sur le revenu ..</i>	{ 16 % sur le revenu, ainsi que sur les primes de remboursement, et 36 % sur les lots.

FONDS D'ÉTATS ÉTRANGERS

<i>Droit de timbre.....</i>	1 % de la valeur nominale de chaque titre.
<i>Impôt sur le revenu ...</i>	{ 18 % sur le revenu des rentes, obligations et autres effets publics.

SOCIÉTÉS ÉTRANGÈRES

En principe, les titres des Sociétés étrangères sont frappés des mêmes droits et impôts que les valeurs françaises.

Il en est particulièrement ainsi pour les Sociétés qui ont contracté un abonnement, c'est-à-dire qui ont fait agréer par le Ministre des Finances un représentant responsable du paiement des taxes.

Le nombre des titres des Sociétés étrangères abonnées passibles des taxes en France, ou quotité *imposable*, est fixé par le Ministre des Finances après avis de la Commission des valeurs mobilières.

Les titres des Sociétés étrangères non abonnées doivent être timbrés au droit fixé à 1 %.

Ces titres sont en outre soumis à l'impôt de 18 % sur le revenu. Cet impôt est réduit à 16 % pour les titres étrangers déposés, contre récépissé nominatif, dans un des établissements de banque agréés par l'administration.

§ 2. — *Les répercussions sur le portefeuille de la législation fiscale.*

Une telle législation fiscale devait amener une réaction de la part du capitaliste. Tantôt il a essayé de frauder le fisc, tantôt il s'est abstenu d'investir ses épargnes en valeurs mobilières.

Pour frauder le fisc, l'imagination des possédants s'est donnée libre cours. Les uns ont employé le système simpliste qui consiste à ne pas déclarer l'intégralité de leurs revenus mobiliers de façon à échapper à l'impôt général sur le revenu (1) ; d'autres ont imaginé de vendre leurs titres avant le détachement du coupon et de les racheter après (2) ; d'autres encore investissent leurs capitaux en titres exempts de tous impôts, même de l'impôt général comme certains Bons du Trésor (3) et la rente 4 % 1925 (4).

Les coupons des titres étrangers sont encaissés hors France dans des pays dont la législation fiscale est favorable aux capitaux mobiliers (Suisse, Luxembourg, par ex.). De grands établissements de crédit pratiquent dans ces pays le système des comptes-joints solidaires qui ont disparu en France depuis la loi du 31 décembre 1903 et qui permettent d'échapper aux taxes successorales. Le compte-joint solidaire est ouvert au nom de plusieurs personnes de telle sorte que la banque se trouve valablement libérée à l'égard de toutes des titres ou des espèces en compte par une remise ou un versement effectué à l'une d'elles.

Voilà quelques-uns des procédés que les capita-

(1) L'institution mort-née du bordereau et du carnet de coupons avait pour but de combattre cette fraude.

(2) Système qui peut présenter des inconvénients en période de prospérité car les titres regagnent parfois, le jour où le coupon est détaché, une partie ou même l'intégralité du dividende.

(3) L. 13 mars 1924.

(4) L. 27 juin 1925.

listes ont mis en œuvre pour se soustraire à l'étreinte du fisc.

De son côté, l'administration veille et contrôle, en particulier, les déclarations devant servir de base à l'établissement de l'impôt général. Le contrôleur dont la méfiance est mise en éveil demande d'abord au contribuable des « éclaircissements » (1). Si l'accord à l'amiable ne se réalise pas, il vérifie les bases de l'imposition, soit par des renseignements qu'il qu'il se procure lui-même (anciennes déclarations, demande de justification du train de vie) ou bien par ses agents (droit de communication établissant entre toutes les administrations une sorte de solidarité) (2).

La moralité publique et la paix sociale n'ont rien à gagner à ces fraudes et aux divers contrôles qui en sont la conséquence.

Mais il y a plus. En examinant, d'un point de vue beaucoup plus élevé, l'influence des impôts frappant les valeurs mobilières sur la politique de placement des capitalistes français, nous allons apercevoir combien peuvent être graves pour le pays les conséquences d'une fiscalité outrancière.

En premier lieu le régime fiscal, tel qu'il existait jusqu'à ces derniers temps, détournait du marché français le placement de bon nombre d'emprunts extérieurs. Les pays étrangers, par des impôts beau-

(1) Décr. cod., 15 oct. 1926, art. 91.

(2) L. du 4 avril 1926, art. 32 et 6, D. P., 1926, 4.145.

coup plus modérés (1), attiraient à eux les emprunteurs de bonne qualité.

En second lieu, l'impôt sur le revenu des actions constitue un impôt de superposition qui frappe un revenu qui s'est déjà acquitté envers le fisc au titre des bénéfices industriels et commerciaux (taux 15 %). Cet impôt, même ramené à 16 %, est exorbitant, d'autant qu'il vient s'y ajouter le droit de transmission. On a vu des dividendes entiers absorbés par ces deux impôts et même il est arrivé que quelque chose restait dû qui devait être payé sur le revenu de l'année suivante.

Comment, dans ces conditions, est-il possible d'encourager l'épargne qui pourtant « constitue un des devoirs les plus impérieux s'imposant à toute société qui veut vivre et prospérer (2) » ?

Comment, en frappant exagérément les revenus des valeurs mobilières étrangères, permettre à nos capitaux disponibles de « déborder au delà de nos frontières, de favoriser notre expansion dans le monde et, par les revenus qu'apporteront les placements à l'étranger, d'aider au bon état de notre balance des comptes » (3).

(1) Droit de timbre à l'émission de valeurs étrangères dans quelques pays : Angleterre 2 % ; Belgique 1 % ; États-Unis 0 ; Pays-Bas 1.10 % ; Suisse 1.20 %.

Impôt sur le revenu des obligations Fonds d'États étrangers : Angleterre 20 %, mais au titre de l'*income-tax* général soumis toujours à un dégrèvement important à la base ; Belgique 6 % ; États-Unis 5 % ne jouant qu'à partir de 10.000 dollars de revenu ; Hollande, pas de retenue au paiement des coupons, cédule des valeurs mobilières à l'impôt général sur le revenu 3 % ; Suisse 2 % pour les obligations étrangères émises et cotées en Suisse.

(2-3) A. AFTALION, *Inf. fin.*, 10 mai 1930.

Dès lors, qu'a fait le portefeuille français des énormes disponibilités qui, durant ces dernières années, ont été à sa disposition ? Il ne les a investies ni à l'extérieur, ni à l'intérieur. Il les a prêtées à l'État ou il les a thésaurisées : thésaurisation des billets chez les particuliers qui est en partie responsable de l'augmentation considérable des billets en circulation thésaurisation à la Banque de France, thésaurisation d'or qui a augmenté de façon peu commune l'encaisse de notre institut d'émission, thésaurisation de devises.

Une fiscalité exagérée a donc eu, tant au point de vue de la moralité des capitalistes qu'au point de vue du développement économique général du pays, une influence désastreuse.

SECTION III

La publicité financière.

La publicité est, elle aussi, susceptible d'influencer dans une certaine mesure la politique de placement des capitalistes.

Elle s'exerce principalement par la voie de la presse, par les sollicitations des banques auprès du public ; accessoirement par des bruits colportés de bouche en bouche.

§ 1. — *La Presse.*

Le capitaliste doit lire un ou plusieurs des grands journaux financiers. C'est la seule façon pour lui de se tenir au courant de l'évolution financière et économique. Le choix de ces journaux est important. Les petites feuilles dont le service est souvent fait gratuitement doivent être négligées. Seuls, les journaux qui se vendent relativement cher doivent être lus avec attention. Cela ne veut pas dire que tout ce qui est imprimé dans un journal, même le meilleur, doit être pris pour « parole d'évangile ». Faire un journal, le vendre, c'est un métier et ce métier doit rapporter à celui qui le pratique le maximum de bénéfices. La publicité de nos jours est à n'en point douter la branche qui rapporte le plus dans l'exploitation d'un journal. La presse financière ne se fait donc pas faute de tirer de la publicité le plus de profits qu'elle peut. Grands journaux financiers et petites feuilles vivent de la publicité ; toutefois, les premiers auront scrupule à prôner des valeurs tout à fait véreuses alors que les seconds ne s'en feront pas faute.

Les réclames, opinions toutes faites, payées par par les intéressés, foisonnent donc dans les comptes rendus financiers. Plus grand est le nombre des journaux vantant les mérites d'une valeur, plus grand aussi est le danger qui menace le capitaliste. Il existe probablement un groupe financier qui, possédant

un paquet important de titres, désire s'alléger. Pour créer une atmosphère favorable à cette opération il fait de la réclame.

On peut remarquer, au moment de l'introduction d'une valeur en Bourse, combien sont concordants et nombreux les éloges de la presse. Dans ce cas, elle est souvent rétribuée par ce que l'on appelle « une option ». Le titre étant introduit à 1.000 francs, la banque ou la Société qui dirige l'opération donne à un journal financier la faculté, pendant un délai de trois mois par exemple, d'acheter à 1.100 francs un certain nombre de titres. Le journal financier dès lors ne manquera pas de faire autour de cette introduction une publicité intense afin de pouvoir lever son option et écouler les titres sur le marché au cours de 1.150 ou de 1.200 francs. C'est pour cela que l'achat de titres à l'introduction est à éviter. Dans la plupart des cas on a intérêt à retarder son opération de quelques mois.

Il ne faudrait pas croire cependant que les grands journaux financiers ne soient pas susceptibles de donner des indications précieuses. Quand il s'agit de valeurs de grande classe, les opinions qu'ils émettent ne sont généralement pas rétribuées ; ils publient des études financières du plus grand intérêt ; des comptes rendus d'assemblées générales ; des articles sur l'actualité économique, signés souvent par des hommes de tout premier plan. Le capitaliste doit avoir l'esprit assez délié pour savoir butiner dans cette foule de renseignements ; faire son profit

des bonnes choses et négliger celles qui paraissent tendancieuses.

§ 2. — *Les sollicitations des Etablissements de crédit.*

La publicité financière s'exerce aussi par l'intermédiaire des banques. Le banquier, entre autres marchandises, vend des valeurs mobilières. Il a pris ferme lors d'une émission une certaine quantité de titres qu'il espère écouler avec bénéfice dans le public ; ou bien il a ouvert ses guichets à une collectivité procédant à une émission et perçoit une commission par titre placé. Tout cela fait partie de son commerce. Pour vendre le plus de titres possible, il envoie à sa clientèle des prospectus ; les guichetiers prônent au public fréquentant la banque la marchandise à placer ; des démarcheurs, enfin, vont de porte en porte essayant de faire des affaires. Il n'y a en tout cela rien de répréhensible. Tous ces gens-là font leur métier au même titre qu'un marchand quelconque. Mais de même qu'il y a des commerçants malhonnêtes et des commerçants scrupuleux ne vendant que des marchandises de bonne qualité, il y a des maisons de banque qui cherchent à écouler des titres sans aucune valeur et d'autres, au contraire, qui s'efforcent de ne pas tromper la confiance de leur clientèle. C'est le rôle du capitaliste d'être méfiant, de savoir séparer le bon grain de l'ivraie. Cela, il ne peut le faire, nous l'avons déjà dit, qu'en se tenant au courant de l'évolution économique, qu'en étudiant

par lui-même certaines valeurs, qu'en essayant de faire preuve en toutes circonstances de bon sens.

§ 3. — *La publicité verbale.*

A côté de la presse et des banques, la publicité verbale peut quelquefois faire commettre bien des bêtises au capitaliste. On l'appelle d'un terme imagé: « le tuyau ». Paul connaît un commis d'agent de change ou de coulissier, Pierre est le frère d'un employé de telle Société de crédit; ces gens-là ont entendu dire que... La plupart du temps ces renseignements n'ont aucune valeur, quelquefois même ils ont été lancés intentionnellement pour amener un mouvement de hausse. Il faut les négliger.

Il ne faut pas attacher beaucoup plus d'importance aux renseignements que donne un administrateur de Société. Cet homme n'aura jamais le courage de vous dire que l'affaire qu'il administre est mauvaise. Quelle belle panique cela pourrait déclencher si on allait répétant en Bourse que M. X..., administrateur de telle Société, a dit qu'il fallait vendre!

Seuls peuvent être précieux pour le capitaliste les avis de première main recueillis auprès des dirigeants de grandes banques, possédant des bureaux d'études et du personnel spécialisé dans l'examen des placements. Là, le capitaliste peut trouver des renseignements de tout premier ordre. Malheureusement, il n'est pas donné à tout le monde d'approcher ces

magnats et bien souvent l'épargnant devra s'en remettre à son jugement.

Quoi qu'il en soit, le capitaliste pourra presque toujours se procurer des renseignements sur une affaire qui l'intéresse. Pour les valeurs cotées à la Bourse de Paris il consultera très utilement l'*Annuaire des Agents de Change* ou une publication analogue. Ces ouvrages font connaître pour les Sociétés le siège social, l'objet, la date de constitution, la durée, le capital initial, les apports, les augmentations, diminutions, remboursements du capital, les créations d'obligations, les événements principaux survenus depuis l'origine, la forme et la numération des titres, la composition des Conseils d'administration, le nom des commissaires, les bilans annuels et les dividendes distribués, les cours maximum et minimum pratiqués en Bourse pendant les dernières années. Pour les emprunts d'États ou de collectivités publiques, il trouvera dans les *Annuaire*s les conditions d'émission.

S'il s'agit de valeurs non cotées à la Bourse de Paris, le capitaliste s'adressera à son banquier habituel et lui demandera une documentation sur telle affaire qui l'intéresse.

CHAPITRE III

LA DEFENSE DES DROITS ATTACHES AUX TITRES

La tâche du capitaliste est loin d'être terminée lorsqu'il a réglé et la composition de son portefeuille et le rythme de ses achats et de ses ventes.

S'il ne veille pas, s'il ne s'attache pas à surveiller de près ou de loin les droits qui sont inhérents à ses titres, de désagréables surprises lui seront peut-être réservées un jour.

Actionnaires et obligataires vont donc avoir à se préoccuper de la défense de leurs intérêts. L'actionnaire assistera ou se fera représenter aux différentes assemblées tenues par sa Société, l'obligataire adhérera aux diverses associations créées pour la défense de ses droits.

SECTION I

La défense des droits attachés à l'action.

L'assistance aux assemblées générales est un devoir pour l'actionnaire. Il doit connaître, tout au moins dans leurs grandes lignes, les règles qui les régissent. Il doit savoir quel rôle il peut être appelé à jouer dans ces réunions.

§ 1. — *Aperçu sur la législation des assemblées.*

L'actionnaire, théoriquement du moins, est à concurrence de sa participation un entrepreneur qui a une part dans la direction de l'entreprise.

Dans les Sociétés par actions, la souveraineté appartient à l'assemblée générale des actionnaires. C'est elle qui nomme les administrateurs, qui approuve les comptes, qui autorise les actions en responsabilité.

« Les statuts déterminent le nombre d'actions qu'il est nécessaire de posséder, soit à titre de propriétaire, soit à titre de mandataire pour être admis dans l'assemblée. » (Art. 27, loi 1867.) Les propriétaires d'un nombre d'actions inférieur peuvent se grouper et se faire représenter par l'un d'eux (art. 27, loi 1867, modifiée 1893).

Il y a trois espèces d'assemblées générales : les assemblées constitutives, les assemblées générales

ordinaires, les assemblées générales extraordinaires (1).

Toutes les délibérations de ces assemblées sont soumises à des règles de quorum et de majorité. Le quorum est le nombre d'actions nécessairement présentes ou représentées pour que l'assemblée puisse valablement délibérer.

La majorité, c'est la proportion de voix par rapport à l'ensemble des votants qui doit se prononcer en faveur de la mesure proposée.

La loi fixe des chiffres pour le quorum et la majorité que les statuts ne sauraient abaisser. Par contre, ils peuvent se montrer plus exigeants que la loi. C'était là du moins l'opinion dominante avant la loi du 1^{er} mai 1930. Depuis le vote de cette loi qui a modifié l'article 31 de la loi de 1867, M. Bosvieux (2) estime qu'il n'est plus permis aux statuts d'augmenter la sévérité des prescriptions légales. L'article 31 ayant donné le droit à l'assemblée générale extraordinaire, nonobstant toute limitation du pacte social, de modifier les statuts, cet auteur pense qu'exiger un quorum et une majorité supérieurs à ceux qu'a indiqués la loi serait rendre très difficiles et même impossibles les modifications statutaires, contrairement à ce qu'a voulu le législateur.

Les assemblées constitutives ont pour but :

La vérification et l'approbation des apports en nature, la désignation du premier Conseil de sur-

(1) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 447.

(2) *J. des Soc.*, 1930, p. 359.

veillance dans la commandite, des premiers administrateurs et commissaires dans la Société anonyme ainsi que la vérification de la sincérité des souscriptions et des versements. Le quorum, dans la Société anonyme, est de moitié du capital à la première réunion et, s'il n'a pas été atteint, du $1/5^e$ à la seconde. La majorité à la première réunion est de la moitié des voix plus une, comprenant le $1/4$ des actionnaires et représentant le quart du capital social. Les actions des apporteurs restent en dehors de ce calcul. A la deuxième assemblée, la majorité est seulement de la moitié plus une des voix. Tout actionnaire peut assister à cette assemblée ; il n'a jamais plus de 10 voix (art. 4 § 4, 24, 27, 30, loi de 1867).

Les assemblées générales ordinaires qui sont obligatoirement tenues une fois l'an (art. 12, 27, loi 1867) ont pour but :

1^o De recevoir les comptes clos et de délibérer sur l'approbation du bilan ;

2^o De voter s'il y a lieu la distribution d'un dividende ;

3^o De réélire ou de remplacer administrateurs et commissaires et, dans la commandite, les membres du Conseil de surveillance sortant de charge ;

4^o D'approuver les actes qui dépassent les pouvoirs statutaires des gérants et administrateurs (Ex. : émission d'emprunt obligataire, emprunt avec institution d'hypothèque, vente d'immeubles, etc...).

Le quorum est fixé à la première réunion au quart du capital social présent ou représenté (pas de quorum dans la commandite) et à la seconde réunion le quorum n'est plus exigé (art. 29, loi 1867).

Chaque actionnaire a un nombre de voix proportionnel à ses actions (art. 28, loi 1867). Les statuts peuvent y déroger en spécifiant qu'un seul actionnaire ne peut pas posséder plus de 30 voix par exemple et aussi que l'entrée de l'assemblée ne sera autorisée qu'aux porteurs d'un certain nombre d'actions (10 par ex.). Il peut exister des actions à droit de vote privilégié.

La majorité se calcule non sur le nombre des voix présentes, mais sur celui des voix prenant part au vote, les actions des actionnaires qui s'abstiennent ne comptant pas (1).

Les assemblées extraordinaires, nonobstant toute clause contraire des statuts, peuvent « modifier les statuts dans toutes leurs dispositions », sauf « toutefois changer la nationalité de la Société, ni augmenter les engagements des actionnaires » (2) (art. 31, loi 1867, mod. par loi 22 novembre 1913, mod. loi 1^{er} mai 1930).

Tout actionnaire peut prendre part, nonobstant toute clause contraire du pacte social, aux assemblées générales qui ont à délibérer sur la modification des statuts. Chaque actionnaire a autant de voix qu'il représente d'actions, à moins que la limitation

(1) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 449.

(2) Ces modifications requièrent l'unanimité. HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*, n° 926.

ne soit prévue par les statuts et à condition que cette limitation soit uniforme pour toutes les actions à quelque catégorie qu'elles appartiennent (art. 31, nouv. loi 1867, mod. par loi 1913 et loi 1^{er} mai 1930).

Dans les assemblées qui ont à délibérer sur les modifications touchant à l'objet ou à la forme de la Société, le quorum, que ce soit la première, la deuxième ou la troisième assemblée, est toujours fixé aux $\frac{3}{4}$ au moins du capital social ; la majorité est des $\frac{2}{3}$ au moins des voix des actionnaires présents ou représentés (art. 31 nouv., loi 1^{er} mai 1930).

Quand l'ordre du jour ne comporte pas de modifications à l'objet ou à la forme, le quorum est des $\frac{2}{3}$ du capital social à la première assemblée, de $\frac{1}{2}$ à la seconde, de $\frac{1}{3}$ à la troisième.

Les deuxième et troisième assemblées doivent être convoquées dans les formes statutaires et par deux inscriptions faites à une semaine d'intervalle dans le Bulletin des annonces légales obligatoires et dans un journal d'annonces légales du siège social. Cette convocation reproduit l'ordre du jour de la précédente assemblée, sa date et ses résultats (art. 31 nouv., loi 1^{er} mai 1930). Si le quorum de $\frac{1}{3}$ n'est pas atteint par la troisième assemblée, elle peut être prorogée à une date ultérieure de deux mois au plus, à partir du jour où elle avait été convoquée. Dans cette assemblée prorogée, le quorum est encore du tiers du capital social (loi 1^{er} mai 1930). Cette quatrième assemblée n'ayant donné aucun résultat, les gérants ou le Conseil d'administration n'auront

d'autre ressource que de recommencer dès le début la procédure organisée par la loi.

Toutes ces assemblées ne peuvent se tenir que six jours au moins après le dernier avis de convocation. La majorité dans chacune d'entre elles est fixée aux $2/3$ au moins des voix des actionnaires présents ou représentés (art. 31 nouv. loi 1^{er} mai 1930).

Il convient de signaler une espèce d'assemblée un peu particulière ; ce sont les assemblées dites « spéciales ». Elles sont appelées à ratifier la décision d'une assemblée générale extraordinaire portant modification aux droits d'une catégorie d'actions. L'article 34. du C. de com., modifié par l'article 2 de la loi du 1^{er} mai 1930, assimile complètement les assemblées spéciales aux assemblées générales, en ce qui concerne tant leur composition et leur convocation que le quorum et la majorité qu'elles doivent réunir. C'est aux statuts qu'il faut se reporter pour la détermination du mode, de la forme, et des délais de convocation de la première assemblée. Si, à défaut du quorum nécessaire ($3/4$ ou $2/3$ du capital suivant les cas), cette première assemblée n'a pas pu délibérer, pour convoquer les assemblées suivantes, il faudra s'en rapporter aux statuts et aux prescriptions de l'alinéa 4 de l'article 31 de la loi de 1867, modifiée par la loi du 1^{er} mai 1930.

M. Bosvieux (1) estime, contrairement à une opinion précédemment soutenue par lui, « que l'assem-

(1) *J. des Soc.*, 1930, p. 362.

blée spéciale peut pour la première fois se tenir le même jour que l'assemblée générale extraordinaire et avec le même quorum réduit que celle-ci, pourvu du moins que les deux assemblées aient été convoquées simultanément dès l'origine, qu'un procès-verbal ait constaté l'impossibilité où elles se trouvaient l'une et l'autre de délibérer lors de la ou des réunions précédentes et que l'ordre du jour de l'assemblée spéciale soit suffisamment précis pour renseigner les actionnaires appelés à en faire partie sur l'objet et sur la nature des décisions qu'ils auraient à ratifier. »

Quels moyens la loi donne-t-elle à l'actionnaire pour pouvoir, avant ces diverses assemblées, se faire une opinion sur la gestion sociale (1) ?

L'article 35 de la loi de 1867 accorde à l'actionnaire, qui en fera la demande quinze jours au moins avant la réunion de l'assemblée générale, le droit de se faire délivrer copie du bilan et du rapport des commissaires aux comptes.

Dans le même délai, l'actionnaire peut obtenir communication de l'inventaire, de la liste des actionnaires et de la feuille de présence dressée au moment de la dernière assemblée (art. 28, loi 1867). En principe, il semble que la Société ne peut refuser à un actionnaire la faculté de prendre copie de la liste de présence des actionnaires aux assemblées générales. Les articles 28, 3^e alinéa, et 35 de la loi de 1867

(1) MOLIERAC, *J. des Soc.*, 1928, p. 465.

ont en vue une communication utile ; comment pourrait-elle l'être sans copie ? En cas de refus, non justifié en fait, de la Société les tribunaux doivent accorder à l'actionnaire, à titre personnel, l'autorisation de prendre copie de la liste de présence, dans des conditions telles que tout abus soit évité de part et d'autre (1).

L'article 34 de la loi de 1867 dispose que la Société anonyme doit dresser chaque semestre un état sommaire de sa situation active et passive, chaque année un inventaire contenant l'indication des valeurs mobilières et immobilières et des dettes actives et passives. Ces documents mis à la disposition des commissaires aux comptes, au plus tard le quarantième jour avant l'assemblée générale, sont présentés à cette assemblée. Mais l'article 34 n'exige pas que la liste des biens possédés par la Société soit suivie de leur évaluation. Dès lors, l'actionnaire a peu de chances de connaître d'une façon précise la consistance de l'actif social.

Notons que les lois anglaise, belge, suisse, allemande sont à ce point de vue plus favorables à l'actionnaire et lui permettent d'obtenir des renseignements beaucoup plus précis (2).

(1) Paris, 19 fév. 1897, D. P. 98.2.153, note LACOUR ; note s. Paris, 16 juin 1922, D. P. 1923, 2.179 ; Jurispr. cepend. divisée. V. HOUFIN et BOSVIEUX, *op. cit.*, n° 1239.

(2) Une proposition de loi de M. Daladier du 29 juin 1928 tendant à modifier l'art. 34 était ainsi conçue :

Article unique : « Toute Société anonyme doit dresser chaque semestre un état sommaire de sa situation active et passive. Cet état est mis à la disposition des commissaires. En outre, il est obligatoirement établi

Remarquons d'ailleurs qu'en aucun cas les actionnaires n'auront la faculté de convoquer l'assemblée générale. L'article 33 ne reconnaît ce droit qu'aux commissaires aux comptes et seulement en cas d'urgence. Seuls en période normale les administrateurs doivent prendre l'initiative de convoquer l'assemblée.

§ 2. — *Influence de l'actionnaire au sein de l'assemblée.*

Au cours de la délibération, l'actionnaire peut prendre la parole, demander des éclaircissements sur l'administration de la Société, formuler s'il le juge à propos des critiques dont la sanction sera le refus de voter les comptes.

Dans la pratique, on voit très souvent des actionnaires manifester leur mécontentement au cours des assemblées. Généralement cette manifestation reste toute platonique. Quand on passe au vote, le Conseil, grâce aux titres qu'il possède en propre et aux pouvoirs qu'il s'est fait accorder, aura une majorité écrasante.

Les exemples, cependant, ne manquent pas de Conseils d'administration mis en minorité. Le 28 mai 1920, le Conseil de la Compagnie générale des voitures à Paris est renversé par 1277 voix contre 817 ; en 1926, le Conseil de la Société des Chargeurs réunis

chaque année, conformément à l'art. 9 du C. com., un inventaire contenant la liste complète et la désignation exacte des valeurs mobilières et immobilières possédées par la Société avec leur évaluation au cours du jour et de toutes les dettes actives et passives de la Société. »

obtient 9 voix de moins que ses adversaires ; en mai 1929, la même mésaventure arrive, à Bruxelles, au Conseil de la Société Internationale des Wagons-Lits alors que, sur un total de 275.000 voix, 36.576 étaient seulement représentées et que les opposants réunissaient 21.731 suffrages.

Mais, dans tous ces cas, ce ne sont pas des actionnaires isolés qui ont mené l'assaut contre le Conseil en exercice. Généralement des groupes financiers puissants, estimant à tort ou à raison qu'ils sont plus qualifiés que les administrateurs en exercice, réussissent par des achats en Bourse à se constituer une masse de voix qui leur permettra au cours d'une assemblée générale de s'emparer de la direction de l'affaire. Leur tâche sera grandement facilitée par l'absentéisme systématique d'un grand nombre d'actionnaires.

Le capitaliste isolé a donc peu de chances de faire entendre efficacement sa voix. Cependant, comme le compte rendu sténographié des assemblées des grandes Sociétés est publié par la presse, l'intervention d'un actionnaire faite à bon escient peut créer un mouvement d'opinion dont le Conseil devra peut-être tenir compte.

La Société Financière de l'Est que dirige M. L. Bailly a entrepris de constituer une confédération générale des actionnaires dont les mandataires pourraient intervenir fort utilement dans les assemblées.

§ 3. — *Action sociale et action individuelle.*

Les administrateurs dont les comptes ont été refusés par l'assemblée générale peuvent être poursuivis par celle-ci qui nommera un mandataire à cet effet.

C'est ce que l'on appelle « l'action sociale » (1); elle est engagée au nom de tous.

Chaque actionnaire en particulier, alors qu'il n'y a eu ni assemblée générale, ni par conséquent approbation des comptes, peut engager l'action sociale à proportion de l'intérêt qu'il possède dans la Société (2). Il intente cette action à ses frais. Souvent les statuts prévoient que l'assemblée générale devra donner son avis préalablement. La jurisprudence estime que cette action sociale est épuisée si avant le commencement du procès l'assemblée a approuvé les comptes (3).

Les articles 17 et 39 de la loi de 1867 reconnaissent à un groupe d'actionnaires, représentant le 20^e au moins du capital, le pouvoir d'exercer l'action sociale par l'intermédiaire d'un mandataire.

Enfin l'actionnaire peut intenter contre les administrateurs une action dite « purement individuelle », à raison d'un tort personnel causé par leur gestion. Il n'y a plus ici ni clause prohibitive des statuts ni autorisation préalable de l'assemblée générale.

(1) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 438 et s.

(2) Art. 17 *in fine* et art. 39 L. 1867.

(3) Req., 1^{er} juillet 1897, D. 98.1.569, note THALLER.

*
* *

Il ressort de cet exposé que l'influence que peut exercer un actionnaire isolé est bien mince. En fait, l'assemblée est « un roi fainéant » et son rôle est tout d'« appareil » (1), du moins à l'heure actuelle. Il importe cependant que le capitaliste y assiste ou en lise attentivement le compte rendu. Il en tirera toujours quelque enseignement.

SECTION II

La défense des droits attachés à l'obligation (2).

L'obligataire est un créancier. Nous allons examiner quels sont les moyens à sa disposition pour sauvegarder son droit de créance.

La question, malgré l'énorme intérêt qu'elle présente et les projets de loi (3) nombreux qui ont été proposés à ses délibérations, n'a pas encore été tranchée par le législateur. Une solution d'ailleurs ne saurait tarder à intervenir, un projet de loi ayant

(1) G. JÈZE, *J. des Fin.*, 29 nov. 1929.

(2) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 480 et s. ; A. BUISSON, *Les groupements d'obligataires*, Paris, 1930 ; Le compte, *J. des Soc.*, 1930, p. 545 et s.

(3) Projet de loi Vallé, du 4 juillet 1903 ; projet de la Société d'études législatives (Bulletin 1912 et 1913) ; proposition Raoul Péret, 27 mars 1917 ; proposition René Lafarge, 16 nov. 1920 ; proposition Chastenet, au Sénat, 1923, avec rapport Coignet ; projet de loi du Gouvernement, 14 nov. 1930.

été déposé le 14 novembre 1930 sur le bureau de la Chambre par le Gouvernement.

A l'heure actuelle, de nombreux groupements particuliers, sur la nature juridique desquels l'accord est loin d'être fait, se partagent avec de grandes Associations la défense des intérêts des obligataires.

§ 1. — *Les groupements particuliers de défense.*

Depuis longtemps déjà, la défense des droits attachés à l'obligation a donné lieu de la part des auteurs à de nombreuses suggestions dont voici les principales :

— Les obligataires devraient être admis, au moins à titre consultatif, aux assemblées générales de la Société emprunteuse, soit à titre individuel, soit à titre de mandataires ;

— Ils devraient pouvoir opposer leur veto à certains actes de la Société, du moins quand ils se seraient réservé ce droit ;

— Une Société doit libérer ses actions avant de pouvoir emprunter par obligations ;

— Elle ne peut pas avoir un capital obligataire supérieur à son capital-actions, etc...

Les lois étrangères organisent les obligataires ayant participé à une même émission en une assemblée qui désignera un représentant pour faire valoir ses droits auprès de la Société émettrice. Cela permet de prendre au nom de tous, certaines conditions

de quorum et de majorité étant respectées, des décisions intéressant l'ensemble des obligataires telles que : engager une instance, consentir un rabais sur le taux de l'intérêt ; prolonger la période d'amortissement ; constituer un nouveau gage...

En France, devant la carence du législateur, la pratique a cherché à organiser la masse des obligataires.

Le débiteur organise souvent au moment de l'émission de l'emprunt les souscripteurs en Société civile. Un mandataire est désigné qui représentera les obligataires auprès de la Société.

La constitution de ces organismes n'est pas sans présenter certains dangers. Constitués sur l'initiative du débiteur il en est qui ont pris des décisions en complète opposition avec les intérêts des porteurs d'obligations (1).

D'autre part, la légalité de ces Sociétés civiles a été contestée. Certains ont pensé qu'elles ne remplissaient pas les conditions imposées par l'article 1832 du C. civil qui exige, pour qu'il y ait Société, la mise en commun de quelque chose par plusieurs personnes en vue d'un bénéfice à se partager. Le tribunal de commerce de la Seine, s'appuyant sur cet argument, nie toute existence légale aux Sociétés civiles d'obligataires (21 avril 1926, *J. de S.*, 1926,

(1) V. BOSVIEUX, *J. S.*, 1924, p. 257 ; Trib. comm. Seine, 5 juillet 1927, *J. des S.*, 1929, 68 ; Trib. civ. Seine, 27 juillet 1927, *J. des S.*, 1929, 173 ; Trib. comm. Seine, 19 déc. 1927, *J. des S.*, 1929, 178 ; Trib. civ. Seine, 11 mai 1927, *J. des S.*, 1929, 165 ; Bordeaux, 13 janv. 1919, *J. des S.*, 1919, 286 ; Paris, 20 mars 1924, *Gaz. Trib.*, 1^{er} mai 1924.

569). Par contre, le tribunal civil de la Seine admet que la mise en commun de l'industrie des administrateurs est un apport suffisant pour constituer un capital et que la défense de leurs intérêts a à leur égard la valeur d'un bénéfice. (19 janv. 1927, *J. de S.*, 1927, 282.)

D'autres groupements se sont constitués sous la forme d'associations déclarées et se placent sous le régime de la loi du 1^{er} juillet 1901. Leur légalité apparaît comme beaucoup moins contestable (1).

Dans certains cas, la jurisprudence voit dans le groupement d'obligataires un contrat de mandat (2).

La jurisprudence est aussi flottante sur la question des pouvoirs des assemblées d'obligataires que sur celle de leur nature juridique. M. Lecompte a cependant dégagé de la jurisprudence quatre idées principales au sujet des pouvoirs des assemblées :

1^o L'assemblée générale jouit seulement des pouvoirs qui lui ont été limitativement et expressément accordés, lors de la constitution du groupement (Paris, 4 nov. 1887, *J. S.* 1890. p. 319).

2^o Lorsque l'assemblée générale tire des statuts le pouvoir (large mais imprécis) de statuer sur toutes questions intéressant les obligataires, ce pouvoir embrasse seulement les actes d'administration, à l'exclusion des actes d'aliénation pour lesquels une

(1) Cour de Besançon, 11 déc. 1926, *J. S.* 1927, p. 279 ; Trib. comm. Lyon, 24 avril. 1928, *Gaz. Jud. et comm. de Lyon*, 16 août 1928.

(2) Trib. civ. Marseille, 25 juillet 1928, *Rev. Soc.* 1928, p. 438.

stipulation expresse est nécessaire (Lyon, 28 mars 1930, *Rev. Soc.*, 1930, p. 196).

3^o Le groupement étant nul, l'assemblée générale a agi sans pouvoirs, ou lorsque le groupement étant valable elle a excédé ceux qui lui avaient été conférés, la décision par elle prise est opposable à l'ensemble des obligataires si en fait elle leur a été profitable (Paris, 25 juillet 1929, *J. spéc. des Soc. fr. par act.*, 5 sept. 1929, p. 8349).

4^o Les tribunaux doivent exercer un contrôle rigoureux et souverain sur les délibérations des assemblées générales de crainte que celles-ci n'abusent de leurs pouvoirs ou ne les détournent de leur destination normale au détriment des obligataires.

Nul ne peut être engagé malgré lui dans un groupement d'obligataires. Il est nécessaire pour que la constitution d'un tel groupement soit opposable à l'ensemble des obligataires que ceux-ci y aient adhéré en pleine connaissance de cause (Marseille, 25 juillet 1928, *préc.*). Il en résulte que la constitution du groupement d'obligataires doit être antérieure à la souscription (Marseille, *préc.*). Les prospectus d'émission ou le bulletin de souscription doivent indiquer de façon convenable les pouvoirs conférés au groupement (reproduction des statuts et conditions de fonctionnement de la Société civile, (Paris, 20 mars 1924, *J. S.* 1924, p. 268).

Mais l'indication sur les seuls titres de la constitution d'un groupement d'obligataires est insuffisante pour entraîner de plein droit adhésion à ce groupe-

ment (Trib. civil Seine, 27 juillet 1927, *J. S.*, 1929, p. 173). De plus, à chaque nouvelle émission les pouvoirs de l'assemblée générale doivent être mentionnés dans le prospectus (Trib. comm. Lyon, *D^e. Fin.*, 1928, p. 461).

§ 2. — *Les grandes Associations.*

A côté de ces groupements particuliers de grandes Associations se sont créées.

Il faut citer en premier lieu « l'Association nationale des porteurs français de valeurs mobilières ». Elle a été fondée en 1898, sous le patronage de la Chambre Syndicale des agents de change de Paris et reconnue d'utilité publique par un décret du 24 septembre 1919.

Elle avait d'abord pour but la défense des porteurs de valeurs mobilières étrangères. A partir de 1913 elle s'est occupée des intérêts des porteurs de valeurs mobilières françaises. Cette Association ne s'intéresse qu'aux obligataires.

Elle peut rendre aux porteurs français d'éminents services en matière d'emprunts étrangers. Elle est en mesure, grâce à ses services d'information, de leur donner des renseignements impartiaux sur la situation économique des nations étrangères et sur la sécurité de certains placements extérieurs. Elle défend les intérêts des porteurs par la constitution de Comités de défense spéciaux à chaque espèce. Les porteurs désignent leurs représentants à ces Comités.

L'Association met à leur disposition ses bureaux, ses archives, ses conseils financiers et juridiques. Le Comité, constitué sous la forme d'une Association, entre en pourparlers avec les débiteurs, peut compromettre, transiger, plaider, réunir l'assemblée générale des adhérents.

De nombreux Comités de défense ont été ainsi créés. Citons au hasard : Gaz de Beyrouth, Emprunts Turcs, Chemin de fer central Nord Colombie, Monastir-Salonique, etc...

Dans le rapport publié en 1930 sur les affaires poursuivies au cours de l'année 1929, l'Association nationale se félicite des succès remportés devant la Cour permanente de La Haye en ce qui concerne les emprunts serbes et brésiliens. Elle passe ensuite en revue les nombreuses espèces dans lesquelles elle est intervenue.

Cependant, nous devons signaler que la politique suivie ces dernières années par l'Association nationale a été l'objet de vives critiques qui, à plusieurs reprises, ont été portées à la tribune du Sénat.

Citons encore divers groupements : Ligue nationale des intérêts français en Russie, Comité d'action pour le règlement des intérêts français en Russie ; Groupement des Fédérations et Associations de porteurs français de titres des emprunts et émissions d'États, Villes et Chemins de fer ; Fédération des porteurs de valeurs mobilières, etc...

CHAPITRE IV

LES OPERATIONS MATERIELLES DE GERANCE (1)

La gestion d'une fortune mobilière comporte l'accomplissement d'un certain nombre d'opérations matérielles que le capitaliste doit connaître.

Nous allons rapidement passer en revue les principales.

SECTION I

La naissance des titres.

La plupart des valeurs mobilières sont mises en circulation par voie de souscription publique. Cependant, dans le cas de l'augmentation de capital, les titres ne seront attribués aux demandeurs que sous certaines conditions.

(1) MONTARNAL, *Manuel des opérations commerciales et financières de Banque et de Bourse*, Paris, 1924.

§ 1. — *La souscription publique.*

Toute émission en France donne lieu à l'accomplissement de certaines formalités légales prévues par la loi du 30 janvier 1907 et les décrets des 27 février 1907 et 3 février 1912.

L'émission peut être faite à date déterminée ou durer jusqu'à ce qu'elle ait été couverte.

Le capitaliste qui acquiert des titres lors de l'émission signe un bulletin d'adhésion appelé « bulletin de souscription », dépose les fonds et reçoit un récépissé. La souscription terminée, si le nombre des titres demandés est supérieur à celui qui est offert, on procède à une réduction proportionnelle des demandes.

Le récépissé de souscription est alors échangé contre un titre provisoire indiquant les versements effectués (les actions ne sont souvent libérées à l'émission que du quart de leur valeur nominale) et comportant des cases spéciales destinées à recevoir l'indication des versements qui seront effectués dans la suite sur appels de la Société émettrice. Le bulletin de souscription d'actions doit être établi au nom de la personne qui désire souscrire et signé par elle, car le signataire, en cas de non-libération totale à l'émission, est responsable des versements ultérieurs. Les bulletins de souscription d'action doivent être établis sur papier timbré, ceux relatifs aux obligations peuvent l'être sur papier libre.

Les Sociétés par actions ne sont constituées qu'après souscription complète du capital social et le versement en espèces du quart de la valeur nominale des actions. Si les versements ultérieurs ne sont pas effectués au moment de l'appel fait par la Société, celle-ci fait vendre en Bourse les duplicata d'actions, soit à la suite d'une décision de justice, soit en vertu d'une disposition des statuts. Les frais sont à la charge de l'actionnaire ancien qui bénéficie du gain réalisé sur la vente ou qui supporte la perte. Lorsque le souscripteur est en retard pour effectuer ses versements, il doit à l'émetteur des intérêts moratoires depuis la date de l'appel des fonds.

En cas de cession d'obligations, avec versements en retard, le porteur et le souscripteur sont seuls susceptibles d'être contraints au paiement, les porteurs successifs, si le titre a circulé, n'ayant aucune responsabilité. Pour les actions, les propriétaires successifs peuvent être contraints d'effectuer les versements en retard. Le porteur a une action contre ses cédants successifs pendant deux ans après la cession (art. 3, loi de 1867, modifié par la loi du 1^{er} août 1893).

Les titres restent nominatifs jusqu'à leur entière libération.

§ 2. — *Augmentation du capital d'une Société.*

L'augmentation du capital d'une Société par actions a pour but de procurer de nouvelles ressources à la Société. Elle a lieu soit contre remise d'espèces, soit en rémunération de nouveaux apports faits à la Société.

Dans les augmentations de capital-espèces, les Sociétés réservent à leurs anciens actionnaires un droit de préférence pour souscrire aux actions nouvelles (Ex. : 1 action nouvelle au prix de 500 fr., pour 3 actions anciennes contre remise du coupon N^o 10). Les droits de souscription aux actions nouvelles, matérialisés souvent par un coupon, se négocient à la Bourse, de sorte que le capitaliste peut, soit souscrire soit vendre ses droits de souscription et se ménager ainsi un revenu supplémentaire. La souscription aux augmentations de capital est faite à titre irréductible quand, dans aucun cas, la Société ne peut réduire la quantité d'actions nouvelles souscrite par le capitaliste. La souscription est dite réductible quand les actionnaires ont la faculté de souscrire un nombre d'actions indéterminé mais qui sera sujet, le cas échéant, à réduction. Généralement, l'actionnaire ancien est admis à souscrire à titre irréductible un nombre d'actions nouvelles déterminé par la quantité d'actions anciennes dont il est propriétaire et, subsidiairement, à titre réductible telle quantité qu'il lui plaira d'actions nouvelles.

L'augmentation de capital se fait au pair, c'est-à-dire que le nouvel actionnaire n'aura à verser à la Société que la valeur nominale de l'action, ou bien, comme nous l'avons déjà signalé, au-dessus du pair. Dans ce dernier cas, le nouvel actionnaire doit verser en plus du nominal du titre une certaine somme appelée « prime ».

L'augmentation de capital réalisée par une Société de bonne classe est généralement favorable aux actionnaires, soit qu'ils souscrivent à des actions nouvelles, soit qu'ils vendent leurs droits de souscription.

Citons quelques exemples :

Le possesseur de 5 actions anciennes Comptoir d'Escompte a eu droit en avril 1929 à 3 actions nouvelles de 500 fr. à 1.500 fr., soit avec une prime de 1.000 fr. Il touchait avant l'augmentation de capital 400 fr. de dividende ; s'il a souscrit, il touche 240 fr. de plus, représentant la rémunération des 4.500 fr. investis dans les actions nouvelles. Quant à l'actionnaire qui n'a pas souscrit, il a bénéficié d'un supplément de revenu de 1.250 fr, valeur moyenne de négociation de 5 droits.

Le possesseur de 8 actions Kuhlmann a touché 40 fr. de dividende par action pour 1927, soit au total 320 fr. En février 1928, il a pu souscrire une action nouvelle à 600 fr. En février 1929, ses 9 actions lui ont permis, en achetant en Bourse un droit supplémentaire à 100 fr., de souscrire à 2 actions nouvelles et de devenir ainsi propriétaire de 11 actions.

Les trois titres nouveaux lui auront coûté : 600 fr. (prix d'émission du premier) + 1.450 fr. (prix d'émission des deux suivants) + 100 fr. (acquisition d'un droit de souscription supplémentaire), soit 2.150 fr. et lui rapporteront, pour 1930, 120 fr. Ajoutons que dans l'avenir il peut espérer pour l'ensemble de sa participation une augmentation du dividende.

Si, au lieu de souscrire, le possesseur de 8 actions en 1928 a vendu ses droits, il aura bénéficié de la vente de 8 droits à 35 fr. et en 1929 de la vente de 8 droits à 100 fr., soit au total de 1.080 francs.

Le possesseur de 2 actions anciennes Banque de Paris et des Pays-Bas, qui avait touché en 1928 200 fr. de dividende, a eu le droit de souscrire en 1929 à une action nouvelle au prix de 1.250 fr. S'il a souscrit, il a touché, en 1929, 200 fr. pour ses actions anciennes plus 100 fr. pour son action nouvelle. S'il a vendu ses droits, il a bénéficié d'un boni de 2.100 fr., prix de vente de deux droits.

SECTION II

Régularisation de titres. Echange des titres. Renouvellement des feuilles de coupons. Dépôt de titres pour les assemblées.

Quand un versement est appelé pour un titre non libéré, le propriétaire du titre doit effectuer dans les délais prescrits le paiement à l'émetteur. Les banques servent généralement d'intermédiaire entre porteur

et émetteur. Tantôt la Société émettrice prendra à sa charge la commission de la banque, tantôt, au contraire, elle sera à la charge du porteur.

Les échanges de titres se font dans les cas suivants : remplacer un titre provisoire par un titre définitif, augmentation ou diminution du capital social, absorption de la Société par une autre Société, etc... Ce sont les banques qui se chargent de cette opération. En échange du titre ancien elles remettent au porteur un reçu qui leur sera rendu à la réception du nouveau titre. Le capitaliste donnera décharge du nouveau titre au banquier.

Les titres au porteur sont munis d'une feuille de coupons. A l'échéance de ces coupons, le porteur les détache et les vend à une banque qui se chargera d'en récupérer le montant auprès de la Société émettrice. Le porteur est avisé de l'échéance du coupon, pour les valeurs à revenu fixe, par la date qui est portée sur le coupon lui-même, pour les valeurs à revenu variable par des avis paraissant dans les journaux financiers.

Les titres nominatifs sont munis de cases dans lesquelles la banque chargée de payer les revenus inscrit la mention du paiement. Certaines Sociétés emploient un système beaucoup plus pratique qui consiste à envoyer au titulaire du titre nominatif un chèque du montant du revenu. Le propriétaire n'a plus qu'à négocier ce chèque dans une banque.

Au bout d'un certain temps, les cases des titres nominatifs sont pleines et, les coupons épuisés, il faut

alors procéder à la réfection des titres, opération simple pour les titres français, plus complexe pour les titres étrangers. Les banques se chargent de l'opération.

Pour assister aux assemblées générales l'actionnaire, en ce qui concerne les actions au porteur, doit faire la preuve de son droit de propriété. Pour cela, il doit déposer ses titres au siège social où on lui délivre un reçu, ou bien dans une banque. Dans ce deuxième cas, la banque peut effectuer elle-même le dépôt au siège de la Société ou bien, ce qui est plus pratique, bloquer les titres dans ses caisses, jusqu'à la tenue de l'assemblée, les porteurs n'ayant à déposer au siège social que les récépissés de dépôt délivrés par la banque.

Les banques pour ces opérations sont généralement rétribuées par les Sociétés qui font appel à elles pour inciter leur clientèle à déposer ses titres en vue des assemblées.

SECTION III

Vérification des tirages.

Garantie contre leur non-vérification.

Assurance contre les risques de remboursement au pair.

Les obligations amortissables sont généralement remboursées par voie de tirage au sort. Certaines d'entre elles, les obligations à lots, peuvent être rem-

boursées par des sommes importantes. La vérification des tirages doit être faite avec soin par le capitaliste. Des journaux spéciaux donnent la liste des titres remboursés.

Les titres amortis ne portent plus intérêt du jour de l'amortissement. En France, les collectivités publiques et privées rejettent le coupon d'intérêt qui suit le tirage, lors de sa présentation au paiement. Les porteurs ne risquent donc que la perte d'un semestre d'intérêt en ne vérifiant pas les listes de tirage. L'article 70 de la loi de 1867, modifiée par la loi du 1^{er} août 1893, article 6, stipule que les Sociétés qui « ont continué à payer les intérêts ou dividendes des actions, obligations ou tous autres titres remboursables par suite d'un tirage au sort, ne peuvent répéter ces sommes lorsque le titre est présenté au remboursement ». Mais cette règle n'étant pas d'ordre public, la Société peut introduire une clause de répétition sur les reçus d'encaissement des coupons.

Certains débiteurs étrangers continuent le service des coupons alors que le titre est amorti. Les coupons payés indûment sont retenus lorsque le titre est présenté dans la suite, soit pour une des opérations dont nous avons parlé dans la section III, soit pour le remboursement.

Les banques ont organisé des services de garanties contre la non-vérification des tirages moyennant une commission proportionnelle à la valeur du titre.

Dans l'étude que nous avons consacrée aux va-

leurs à revenu fixe, nous avons vu que dans les périodes de baisse du loyer de l'argent ces valeurs sont cotées très haut en Bourse et souvent dépassent le pair. Si alors, par voie de tirage au sort, les titres sont amortis, le porteur perd le bénéfice de cette prime sur le pair. Les banques assurent leurs clients contre ce risque soit pour un seul tirage, soit pour tous les tirages annuels, renouvelant la garantie jusqu'à contre-ordre ou non paiement des primes. Elles assurent le remboursement du titre amorti au cours du jour ou son remplacement sans aucun frais par un autre titre de même espèce.

SECTION IV

Envois des titres.

Les envois de titres s'effectuent soit par la poste, soit par chemin de fer.

Par la poste les envois sont faits :

a) Par pli recommandé pour les certificats nominatifs et les récépissés de dépôt ;

b) Par pli chargé pour les titres au porteur. L'envoi sous pli chargé, avec valeur déclarée, doit être fait sous enveloppe sans bordure colorée, scellée au dos avec au moins deux cachets de cire d'une même couleur et portant une même empreinte.

La poste reçoit les plis chargés avec déclaration de valeur jusqu'à 20.000 francs.

Dans la pratique, la valeur déclarée sur le pli (en toutes lettres) est très inférieure à la valeur réelle, mais le pli est assuré contre tous risques pour le surplus à une Compagnie d'assurances-transports.

Par chemin de fer les envois s'effectuent par colis postaux ou suivant le tarif spécial « grande vitesse 115 ». Signalons que les personnes voyageant en chemin de fer avec des colis contenant des titres et des valeurs peuvent, moyennant le paiement de certaines redevances à la Compagnie, les faire garantir en cas d'accident ou de perte.

DEUXIÈME PARTIE

De la gérance du portefeuille par les banques ⁽¹⁾.

(1) A. LÉGAL. *Le Contrat de dépôt de titres en banques*, Paris, 1926.

Tout individu peut administrer un portefeuille au lieu et place de son propriétaire. Mais plus généralement ce sont les banques qui se chargent de toutes les opérations concernant la gérance des valeurs mobilières depuis la simple garde des titres jusqu'à la gestion à pouvoirs très étendus comportant le droit d'aliéner à titre onéreux et de remployer.

Nous voudrions étudier, dans cette deuxième partie, les divers contrats qui peuvent lier le capitaliste et le banquier. Ils ont pris à notre époque une importance considérable.

Les formes que prendra cette intervention du banquier dans la gestion de la fortune mobilière seront diverses. Tantôt il mettra à la disposition du capitaliste une case de ses coffres, moyennant le paiement d'un prix de location, et se bornera à assurer la sécurité des objets déposés à l'intérieur. Tantôt il recevra gratuitement les titres de ses clients en dépôt, en assurera la garde et percevra les revenus. Tantôt il deviendra, contre paiement d'une rémunération, le mandataire de ses clients, chargé non seulement d'assurer la

conservation des titres mais encore d'effectuer sur eux tous les actes d'administration. Tantôt enfin, mais ce cas est plus rare, le banquier se substituera complètement au capitaliste et se chargera de faire fructifier par tous arbitrages qui lui paraîtront utiles le portefeuille à lui confié.

TITRE I

Du dépôt de titres en banque.

Le dépôt des titres dans une banque répond, de la part du capitaliste, au besoin de mettre ses valeurs mobilières en sécurité. Le risque de perte, de vol, de destruction est très grand pour le propriétaire de titres au porteur. Aussi le développement considérable de la fortune mobilière a-t-il amené les capitalistes à recourir, pour mettre leurs valeurs en sécurité, à des organismes spécialisés.

Le but recherché peut être atteint par des voies différentes.

Ou bien le banquier louera au capitaliste une case dans l'un de ses coffres, ou bien il recevra en dépôt les valeurs mobilières de ses clients.

CHAPITRE I

LOCATION DE COFFRES FORTS (1)

Il existe, dans les établissements de crédit, pour mettre en sécurité les espèces et valeurs de toutes sortes, des coffres spécialement étudiés pour résister **non seulement aux entreprises des voleurs mais encore à l'inondation et à l'incendie**. Ces coffres sont généralement situés dans les sous-sols de la banque.

SECTION I

Modalités de la location, ses avantages.

Une partie de ces coffres est mise à la disposition du public. Elle est divisée en casiers de tailles variées, possédant chacun une porte spéciale et qui constituent en quelque sorte une série de petits coffres particuliers englobés dans le grand coffre de la banque. Le

(1) Jules VALÉRY, *Traité de location des coffres-forts*, 2^e édit., 1926.

locataire du coffre peut y déposer tels objets qu'il veut mettre en sécurité : papiers importants, bijoux, valeurs mobilières. Il conserve ainsi la disposition matérielle de ces objets.

Pendant les heures d'ouverture de la banque il a libre accès aux coffres. Souvent des cabines particulières sont aménagées pour lui permettre de se livrer commodément à toutes opérations de manipulation (détachement des coupons).

Le rôle de la banque se borne à surveiller les coffres et à assurer la sécurité absolue des objets qu'ils contiennent.

Cette pratique est incontestablement très utile pour le capitaliste qui se trouve ainsi déchargé du soin de veiller à la sécurité de ses titres. Elle n'est pas moins intéressante pour le banquier. D'abord elle lui procure, de par le prix de location consenti (généralement modeste, d'ailleurs), une recette supplémentaire; ensuite elle lui assure un fidèle client. Il va de soi, en effet, que le capitaliste qui a enfermé ses valeurs mobilières dans les coffres d'une banque sera amené à lui confier l'exécution de ses ordres financiers. Il sera commode pour lui de demander l'ouverture d'un compte de dépôt-espèces dans lequel il versera le produit de l'encaissement de ses coupons. Il sera d'autre part amené à confier à la banque l'exécution des diverses opérations matérielles que nécessite la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. C'est à ses guichets qu'il passera des ordres de vente et d'achat, qu'il trouvera souvent l'indication d'un emploi de fonds en

titres dont la banque assure l'émission ou le placement.

Il est donc du plus haut intérêt pour un établissement de crédit de posséder un grand nombre de locataires de coffres.

SECTION II

Nature juridique de la location des coffres-forts.

On a beaucoup discuté autrefois sur la nature juridique de la location de coffres forts. On s'est demandé si cette opération était un louage, un dépôt ou un contrat innommé participant des caractères du dépôt.

La jurisprudence aujourd'hui est définitivement fixée dans le sens du louage (1).

Les conséquences de cette interprétation sont pratiquement très importantes.

S'il s'agissait d'un dépôt entre les mains d'un banquier, les créanciers du déposant pourraient saisir-arrêter les objets mobiliers déposés dans le coffre et considérés comme étant entre les mains d'un tiers (art. 556, C.P.C.). S'il y a louage, le locataire est toujours en possession des objets déposés. L'établissement de crédit commettrait une faute si, en présence d'une saisie-arrêt

(1) Montpellier, 19 mars 1901, D. P. 1902, 2.25, note VALERY; Paris, 1^{er} juillet 1903, S., 05.2.57; Trib. civ. Seine, 14 février 1923, S. 1923, 2.36, note P. ESMEIN. Le Code de l'enregistrement vise « la location des coffres-forts » et le « bailleur du coffre-fort ». Dans la pratique, le contrat est constaté par une fiche cartonnée contenant certaines indications d'identité précisant les clauses de la location et par un reçu du prix de location délivré par le bailleur.

pratiquée entre ses mains sur toutes sommes, valeurs ou objets appartenant à son client, il refusait à celui-ci l'accès du coffre fort qui lui a été loué (1).

Les créanciers ne pourront procéder que par voie de saisie-exécution, ce qui pratiquement rendra la saisie inopérante. La saisie-exécution, en effet, nécessite un titre exécutoire, tandis que la saisie-arrêt peut être faite au moyen d'un titre sous seing privé ou, à défaut, d'une autorisation du président du tribunal ou du juge de paix.

D'autre part, la saisie-exécution doit être précédée, à un jour franc d'intervalle, d'un commandement adressé au débiteur, avertissement et délai qu'il saura mettre à profit pour faire le vide dans son coffre. Signalons enfin que, pour que la saisie-exécution soit possible, il faut que le créancier connaisse le numéro du coffre de son débiteur. Certaines décisions, contredites d'ailleurs par d'autres, ont admis que le créancier pouvait, au moyen d'une ordonnance du juge des référés, exiger que le banquier le lui fasse connaître (2).

Une autre conséquence peut être encore déduite de l'assimilation de la location d'un coffre fort à un contrat de louage. En cas de force majeure rendant impossible la restitution d'objets déposés dans le coffre (inondation) s'il y a dépôt, le dépositaire est libéré par

(1) Trib. civ. Seine, 14 février 1923, précité ; Sens contraire : T. civ. Seine, 3 février 1913, *Dr. fin.*, 1913, p. 233 ; Trib. civ. Seine, 17 février 1913, *Gaz. Trib.*, 1913, 1^{er} sem., 2.317 ; Trib. com. Seine, 13 nov. 1917, *Gaz. Trib.*, 1918, 2.208.

(2) V. note VALÉRY, D. P. 1902, 2.25 ; note WAHL, S., 1905, 2.57.

le cas de force majeure (art. 1929, C. civ.) ; s'il y a louage, le loueur, même s'il n'est pas en faute, doit indemniser le locataire des pertes résultant des vices de la chose louée (art. 1721, C. civ.).

De cet aperçu rapide il ressort que la location d'un coffre dans un établissement de crédit est, pour le capitaliste, un excellent moyen de mettre en sécurité ses valeurs mobilières.

Un autre système consiste à déposer ses titres entre les mains du banquier.

CHAPITRE II

LE DÉPÔT PROPREMENT DIT

Lorsque le capitaliste remet en dépôt ses valeurs mobilières à un banquier, celui-ci prend en charge spécialement chacune des valeurs qui lui sont confiées et les conserve dans ses propres caisses réunies en un dossier comprenant toutes les valeurs appartenant au même client.

SECTION I

Modalités du contrat — Intérêts des parties.

En contre-partie du dépôt des titres il est remis au capitaliste un reçu des valeurs ainsi déposées. Ce reçu prend généralement, dans le cas du dépôt proprement dit, la forme d'un relevé général des valeurs que la banque reconnaît avoir en dépôt.

Toute modification du dépôt nécessite l'intervention du déposant et la mise à jour du relevé général.

Le dépôt ainsi constitué présente pour le capitaliste

l'avantage d'être assuré contre la perte, le vol ou la destruction. Les revenus sont perçus par le dépositaire et tenus à la disposition du déposant. D'autre part, le dépôt étant un contrat essentiellement gratuit, le capitaliste n'a rien à payer pour la garde de ses titres. Il sera perçu seulement une légère commission pour l'encaissement des coupons, prélèvement qui aura pour but de couvrir en partie de ses frais l'établissement de crédit.

Le service des dépôts de titres est généralement considéré par les banques comme ne couvrant pas ses frais. Mais c'est un excellent mode de publicité. Tout comme la location des coffres forts, le service des dépôts attire à la banque de nouveaux clients et les incite à s'adresser à elle pour toutes sortes d'opérations.

Le capitaliste qui dépose des titres dans une banque doit nécessairement se faire ouvrir, en même temps, un compte de dépôt-espèces au crédit duquel sera porté le montant des coupons encaissés. Le capitaliste n'utilisera pas immédiatement ces sommes. Il les laissera en réserve à son compte et l'établissement de crédit lui servira un intérêt infime (1 % ou 0 fr. 50 %, quelquefois rien). La banque se servira des fonds ainsi à sa disposition pour ses opérations particulières (prêts ordinaires, escomptes, avances sur titre, reports...) et en tirera de larges profits.

Le capitaliste déposant s'adressera à son dépositaire pour toutes ses opérations de bourse. Connaissant la composition du portefeuille de ses clients, le banquier

qui a su gagner la confiance du capitaliste arrivera à orienter suivant ses vues particulières (1) les placements nouveaux et les arbitrages à effectuer.

Les banques retirent donc du dépôt de titres des avantages qui, s'ils ne sont pas directs, n'en sont pas moins appréciables.

SECTION II

Nature juridique du dépôt proprement dit.

Quelle est la nature juridique du contrat de dépôt tel que nous en avons donné les traits caractéristiques? Faut-il lui appliquer les règles du Code civil relatives au dépôt?

§ 1. — *Le dépôt d'après le Code civil.*

« Le dépôt est un contrat par lequel on reçoit la chose d'autrui, à charge de la garder et de la restituer en nature au déposant quand il la réclamera. (2) »

Ce contrat offre les caractéristiques suivantes :

1° C'est un contrat réel. Il ne se forme que par la tradition réelle ou feinte de la chose déposée (art. 1919, C. civ.). L'obligation principale engendrée par le dépôt étant de restituer la chose déposée, il faut d'abord,

(1) Les émissions de titres se font généralement par l'intermédiaire des Établissements de crédit qui perçoivent une commission par titre placé dans le public.

(2) COLIN et CAPITANT, *Droit civ.*, II, 3^e édit., p. 650.

pour que l'obligation puisse naître, que le dépositaire ait réellement reçu la chose;

2° C'est un contrat synallagmatique imparfait. Les seules obligations qu'il engendre sont celles de conserver et de rendre à la première demande du déposant. Mais cependant, si le dépôt a occasionné des frais au dépositaire, le déposant devra l'indemniser (art. 1947, C. civ.). Le dépositaire pourra retenir la chose déposée jusqu'à ce qu'il soit entièrement payé (art. 1948, C. civ.);

3° C'est un contrat essentiellement gratuit (art. 1917, C. civ.). Le dépositaire n'a droit à aucune rémunération. Le dépôt est un service d'ami. S'il y a stipulation de salaire, le contrat n'est plus un dépôt, et l'article 1928 du Code civil imposera au gardien rémunéré de la chose d'autrui des obligations sensiblement plus lourdes que celles qui pèsent sur le dépositaire proprement dit.

Voilà, brièvement résumés, les caractères du dépôt d'après le Code civil.

§ 2. — *Le dépôt de titres en banque est un dépôt dans le sens du Code civil.*

Le contrat de dépôt de titres en banque, contrat réel, contrat synallagmatique imparfait, contrat essentiellement gratuit, tel que nous l'avons décrit, nous paraît bien être un contrat de dépôt dans le sens du Code civil.

Des auteurs considérables soutiennent cette opinion.

Guillouard (n° 16, p. 297), Laurent (t. XVII, n° 77), Pont (*Petits Contrats*, I, n° 377) sont d'avis que, tant que le contrat est gratuit, il y a dépôt; mais, dès que le dépositaire perçoit un salaire, ce ne sont plus les règles du dépôt qui s'appliquent.

On a cependant soutenu, en se basant sur l'article 1928 du Code civil, que le dépôt salarié pouvait exister. L'article 1928 est ainsi conçu : « La disposition de l'article précédent doit être appliquée avec plus de rigueur...; 2° s'il a été stipulé un salaire pour la garde du dépôt ». Cet article, à première vue, paraît être en contradiction avec l'article 1917 du Code civil qui dit : « Le dépôt proprement dit est un contrat essentiellement gratuit ». Mais les auteurs ne manquent pas de faire observer que la contradiction n'est qu'apparente. Dans l'article 1916 du Code civil, le législateur appelle dépôt deux contrats qu'il va traiter ensuite de façon assez différente : le dépôt proprement dit et le séquestre. L'un est gratuit, le dépôt, l'autre peut ne pas l'être, le séquestre (art. 1957, C. civ.). Le fait qu'il a employé, alors qu'il réglait simplement une question de responsabilité, les termes dépôt et dépositaire (art. 1928, C. civ.) ne permet pas de penser que le législateur a voulu déroger au principe général qu'il a posé dans l'article 1917, en proclamant que le dépôt proprement dit est essentiellement gratuit.

L'opinion qui prédomine en doctrine est bien celle-là (1).

(1) PLANIOL, II, 8^e édit., 2205 ; COLIN et CAPITANT, II, p. 650.

Dès qu'il y a dépôt salarié, il conviendra d'écarter les règles particulières du dépôt. Les obligations du prétendu dépositaire ne seront plus les mêmes. Il ne s'agira plus pour lui uniquement de conserver et de rendre mais d'effectuer sur les titres déposés une série d'opérations accessoires qui constituent l'administration du portefeuille. La nature juridique du contrat ne sera plus la même. La Cour de Riom (1) a jugé qu'avec stipulation de salaire la convention cesse d'être un dépôt pour devenir un louage de services. Le dépôt en banque salarié ne rentre-t-il pas d'ailleurs dans les termes généraux de l'article 1710 du Code civil qui définit le louage d'ouvrage : « Un contrat par lequel l'une des parties s'engage à faire quelque chose pour l'autre moyennant un prix convenu par elles »?

Au demeurant, la pratique, dans bien des cas, a aperçu la différence entre les deux sortes de contrat. De grandes banques reçoivent en dépôt gratuitement les titres de leurs clients. Il y a là à n'en point douter un dépôt proprement dit au sens strict du Code civil.

§ 3. — *Contrat de dépôt proprement dit
et contrat de gestion de portefeuille.*

Nous devons cependant à la vérité de reconnaître que la pratique du dépôt de titre gratuit n'est pas très courante. La grande majorité des banques stipule la perception d'un droit de garde (Banque de France). Elles sont persuadées n'encourir d'autres obligations

(1) 30 mai 1881, D. P. 1882, 2.38.

et responsabilités que celles qui sont mises par la loi à la charge du dépositaire. La jurisprudence elle-même ne paraît pas faire la discrimination entre le dépôt gratuit et le dépôt salarié (1).

Cependant, si nous cherchons à analyser l'intention du prétendu déposant, nous arrivons aux conclusions suivantes :

Un capitaliste qui tient uniquement à assurer ses titres contre le risque de perte, vol ou destruction, et qui désire seulement cela, louera un coffre fort dans une banque. Il aura l'avantage de pouvoir manipuler ses titres comme bon lui semblera, et cela peut être important pour lui au point de vue fiscal. D'autre part, personne ne saura quel est le montant exact de sa fortune mobilière.

S'il veut mettre ses valeurs en sécurité et se libérer du souci de percevoir les coupons, il s'adressera à un banquier pratiquant le dépôt proprement dit, le dépôt gratuit. Les frais seront encore moindres que ceux de la location d'un coffre fort, car seule une légère commission sera perçue pour l'encaissement des coupons.

Mais si, quand il confie ses titres à un banquier, celui-ci réclame un salaire, c'est qu'il se propose d'assumer certaines obligations nouvelles dont le loueur de coffres forts et le dépositaire proprement dit ne voulaient pas entendre parler. Pourquoi sans cela le capitaliste s'adresserait-il à lui? Il aurait beaucoup plus

(1) Ch. civ., 1^{er} août 1896, S. 1900, 1.508 ; Seine, 6 nov. 1906. *La Loi*, 20-21 janv. 1907.

d'intérêt, surtout s'il possède un portefeuille important, à louer un coffre fort ou à déposer gratuitement ses titres. Le droit de garde perçu par les banques est de beaucoup plus élevé pour les gros portefeuilles que la location d'un coffre fort. Ce qu'a voulu le capitaliste en confiant ses titres au banquier moyennant salaire, c'est que celui-ci non seulement en assure la garde, mais encore exécute pour lui tous les actes d'administration nécessités par la gérance du portefeuille (1).

Cela est si vrai que, dans la pratique, le banquier, qui est généralement un commerçant soucieux de son bon renom auprès de sa clientèle, ne manque pas d'effectuer pour le capitaliste, ayant dans son établissement des titres en garde, tous les actes d'administration. Toujours, ou presque toujours, il l'avertit d'une opération à faire sortant du domaine de l'administration pour entrer dans celui de la disposition (2) et il sollicite des ordres.

Mais, quand, par la négligence ou l'inattention de son personnel, une de ces opérations n'a pas été signalée au client, lui causant ainsi un préjudice, certains banquiers, mauvais commerçants, veulent se soustraire à leur responsabilité. Ils se retranchent derrière le

(1) « Administrer, c'est conserver et mettre en valeur d'une manière positive et normale un patrimoine considéré dans ses éléments concrets. » TRASBOT, *op. cit.*, p. 162.

(2) « L'acte de disposition est l'acte de maîtrise envisagé soit sous forme d'un acte positif de mise en valeur mais anormal, soit sous forme d'un acte, en dehors de toute mise en valeur, accompli positivement ou négativement. » TRASBOT, *op. cit.*, p. 171.

contrat de dépôt pour éviter de réparer le dommage, alors que le contrat qu'ils ont conclu, tacitement peut-être, avec leur client est tout autre chose qu'un dépôt, c'est ce que certains auteurs appellent un « contrat de gestion des portefeuilles » (1).

(1) THALLER et PERCEROU, *op. cit.*, p. 949, n° 2.

TITRE II

Du contrat de gestion de portefeuille.

CHAPITRE I

FORMATION ET MODE DE CONSTATATION DU CONTRAT

Formé par la seule volonté des parties, il est soumis au droit commun quant à sa conclusion et à sa preuve.

SECTION I

Formation du contrat de gestion de portefeuille.

Le contrat de gestion de portefeuille rentre le plus souvent dans ce que l'on appelle « les contrats d'adhésion ». Le banquier propose les conditions dans lesquelles se fera le contrat, le client les accepte ou les refuse en bloc.

Les clauses du contrat figurent généralement sur le récépissé de dépôt remis au capitaliste.

Voici celles que l'on peut lire au verso des récépissés d'un grand établissement de crédit :

« 1° Les droits de garde sont payables d'avance le 1^{er} janvier de chaque année;

» 2° Toute demande de retrait, total ou partiel, doit être adressée au guichet où le titulaire a son compte. Cette demande doit être accompagnée du récépissé de dépôt, qui, au cas de retrait total, devra être déchargé par le client;

» 3° La Société X... se réserve la faculté de détacher les coupons des titres en dépôts ou de les déposer dans les Compagnies, vingt jours avant l'échéance. En conséquence, les titres retirés pendant cette période pourront être rendus, coupons détachés, aux déposant qui en recevront crédit dans leur compte;

» 4° La Société X... signale, autant que possible en temps utile, à ses clients, les opérations à effectuer sur les titres en dépôt telles que souscription, renouvellement, échange, assemblée, etc. Mais, en cas d'omission ou d'avis tardif, elle décline toute responsabilité;

» 5° La Société X... vérifie d'office les tirages sur les valeurs amortissables déposées, moyennant une commission spéciale qui est perçue en même temps que le droit de garde. Cette vérification ne porte que sur les tirages postérieurs au dépôt et cesse aujour du retrait des titres.

» La vérification des tirages antérieurs à la date du dépôt n'est effectuée que sur la demande expresse des déposants et donne lieu à la perception d'une commission supplémentaire.

» La Société X... se réserve, pour vérifier les listes de tirages, un délai d'un mois pour les valeurs françaises et de deux mois pour les valeurs étrangères, à compter du jour du tirage. »

Par la publicité qu'il fait un établissement de crédit se trouve en état d'offre permanent vis-à-vis du public. Cependant certains s'efforcent d'éliminer les dépôts de titres à caractère contentieux, tels que ceux qui sont grevés d'une charge ou d'une condition particulière, les titres inaliénables ou insaisissables, les titres dépendant d'une succession. Ils ne peuvent refuser d'accepter ces titres que si, par avance, ils se sont réservé cette faculté.

Les conditions relatives à la cause et à l'objet ne présentent guère de particularité dans notre contrat.

On peut cependant signaler qu'au cours de la dernière guerre l'interdiction de faire du commerce avec l'ennemi empêchait les banques d'accepter la gérance de portefeuilles appartenant à des ressortissants ennemis.

Pendant les périodes où l'exportation des capitaux est interdite, les succursales des établissements de crédit français à l'étranger ne pouvaient accepter la gérance de titres sortis en fraude du territoire national.

On a discuté sur le point de savoir si la remise des titres à une banque nécessite la capacité d'administrer ou simplement celle de faire des actes conservatoires. Il semble que le dépôt proprement dit ne soit pas autre chose qu'un acte conservatoire, acte de sauvegarde. Quant au contrat de gestion de portefeuille qui confie à la banque le soin d'exécuter certaines opérations il paraît entrer dans la catégorie des actes d'administration ainsi, d'ailleurs, que le retrait des titres précédem-

ment mis en dépôt (1), opération qui ne saurait être assimilée, comme on l'a quelquefois prétendu, à un acte d'aliénation. Il suffit donc d'être capable de faire les actes d'administration pour conclure un contrat de gestion de portefeuille. Le mineur émancipé (art. 481, C. civ.), l'individu pourvu d'un conseil judiciaire (art. 513, C. civ.) peuvent confier l'administration de leurs valeurs mobilières à une banque, ainsi que le tuteur (2) pour le mineur non émancipé et l'interdit, ainsi que la femme séparée de biens et la femme dotale pour ses paraphernaux. Le mari administrateur des propres de la femme sous les régimes de communauté aura les mêmes pouvoirs; il en sera de même pour les valeurs dotales, sauf clause contraire du contrat de mariage.

En pratique, les banques, quand les titres sont présentés par une femme mariée demandent une autorisation maritale, ou une expédition de son contrat de mariage si elle a la libre administration de son patrimoine. Dans tous les autres cas, les établissements de crédit n'exigent aucune justification.

SECTION II

Constatation du contrat.

Dans le contrat de gestion de portefeuille, quand les titres sont confiés à la banque, celle-ci remet à son client un récépissé provisoire.

(1) WAHL, *Traité théor. et prat. des titres au porteur*, II, p. 147.

(2) BUCHÈRE, *Commentaire de la loi du 27 février 1880*, p. 56.

Celui-ci est échangée quelques jours après contre un récépissé définitif.

§ 1. — *Le Récépissé.*

Voici le libellé d'un récépissé définitif délivré par un de nos grands établissements de crédit :

RECTO

SOCIÉTÉ X
Société anonyme au capital de
Siège Social : Paris
RÉCÉPISSÉ DE DÉPOT

Dossier n°

La Société X a reçu en dépôt de M.
demeurant à
quantité en chiffre quantité en lettre
nature de la valeur
Jouissance : ex-coupon n°
Intérêts payables à l'agence Compte n°
Paris, le 1930.
Pour contrôle : Par Pon du directeur général :
(Signature) (Signature)
Le présent récépissé n'est pas transmissible par tradition ou
par endossement.

Numéros des titres

SÉRIES	NUMÉROS	NOMBRE

VERSO

RETRAITS PARTIELS				RESTE AU DOSSIER
Dates	Nombre	Numéros des titres	Motifs	

Indications et modifications diverses

Décharge à donner à la Société X lors du retrait total
ou du solde des titres déposés.

Reçu de la Société X les titres désignés au présent
récépissé de dépôt.

le 1930.

(Signature)



AVIS

Suivent les clauses du contrat déjà énoncées

Les récépissés de dépôt donnent lieu à un certain
nombre de problèmes qu'il convient d'examiner.

§ 2. — *Identification du récépissé et du titre.*

On s'est demandé si le récépissé de dépôt peut être identifié avec le titre lui-même.

Plusieurs cas sont à envisager.

A) ASSISTANCE AUX ASSEMBLÉES GÉNÉRALES

Il est des cas où l'équivalence est admise. Les statuts d'une Société peuvent prévoir que le dépôt des récépissés au siège social tiendra lieu du dépôt des titres et permettra à l'actionnaire d'assister à une assemblée générale. Il a été jugé que, même si les statuts exigent le dépôt des titres eux-mêmes au siège social ou chez des correspondants de la Société, il y a lieu de considérer comme suffisante la remise au siège social de récépissés émanant de maisons de banque d'une notoriété suffisante pour qu'il n'y ait aucun doute sur l'existence du dépôt (1).

B) MISE EN GAGE

La jurisprudence admet que le récépissé de titres au porteur doit être assimilé quant à sa mise en gage à un titre au porteur et que sa remise en nantissement entraîne celle des titres eux-mêmes (2). Cette solution de la jurisprudence n'est pas à l'abri de toute critique. Si, après le dépôt des titres ceux-ci sont perdus ou détruits ou volés le récépissé ne représentera plus les titres mais

(1) Paris, 6 juillet 1892, D., 1894, 2.598.

(2) Seine, 3 juillet 1906, *Gaz. Pal.*, 1906, 2.250.

seulement une créance contre le banquier. Il y a plus, supposons que le déposant ait perdu le récépissé et que cependant il réclame au banquier la livraison des titres, celui-ci sera tenu de les lui remettre contre décharge (art. 1944, C. civ.). Dès lors il suffira à un individu de mauvaise foi de prétendre avoir perdu son récépissé, de se faire remettre les titres par le banquier et ensuite d'aller donner en gage un récépissé qui n'aura plus aucune valeur. La jurisprudence devrait exiger que la remise du récépissé tenant lieu de gage soit faite entre les mains mêmes du banquier. La chose est possible, le gage pouvant être confié à un tiers (art. 2076, Code civil).

§ 3. — *Le récépissé peut-il être assimilé
à un titre nominatif?*

On s'est demandé si la délivrance d'un récépissé, appelé certificat nominatif, était une conversion du porteur au nominatif ou bien seulement un reçu des titres qui conservent leur forme au porteur première.

Cette question (1) n'est pas sans présenter un grand intérêt pratique en ce qui concerne par exemple les mineurs et les femmes dotales si l'emploi de valeurs dotales est exigé en valeurs nominatives par le contrat de mariage.

(1) WAHL, *Précis de droit comm.*, Paris, 1922, p. 523 et note sous Grenoble, 1^{er} juillet 1908, S. 10.2.97. V. note LACOUR, D. 1909, 2.24

A) LES TITRES DES COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER

Ces Compagnies de Chemins de Fer donnent à tous leurs titres la forme au porteur. S'il arrive qu'un capitaliste demande des titres nominatifs, les Compagnies délivrent des certificats nominatifs portant les numéros des titres au porteur correspondants. Ce certificat transmissible par transfert est un véritable titre nominatif. Le titre au porteur qu'il représente est devenu entre les mains de la Société sans aucune valeur.

Le décret du 23 juin 1879 (1) (art. 10, 11, 12, 16, 18), prescrit aux communes de ne pratiquer que cette forme de titres nominatifs.

Mais si les titres au porteur sont simplement déposés à la Société afin qu'elle en assure la garde; la Société délivre un récépissé. Le titre reste au porteur (2).

B) LE DÉPÔT DANS CERTAINS ÉTABLISSEMENTS DE VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES (3)

La loi du 31 juillet 1929, (Rég. Adm. Publi., fév. 1930) art. 7, a réduit à 18% (4) (au lieu de 25%) l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières étrangères non abonnées déposées contre récépissé nominatif dans un des établissements de banque agréés par l'Administra-

(1) S., *Lois annotées*, 1880, p. 541.

(2) Grenoble, 1^{er} juillet 1908, S. 1910, 2.97; Trib. civ. Pontoise, 26 janvier 1909, *Dr. fin.*, 1909, p. 214.

(3) Ch. JULLIOT, *Inf. Fin.*, 8, 9, 20 nov. 1929; 6, 12, 30 mars 1930 et *Journ. des not. et des av.*, 1930, art. 36, 282, p. 597; A. WAGNER, *J. des S.*, 1930, p. 641.

(4) Réduit à 16 %, loi du 27 avril 1930.

tion. La restitution de ces titres contre remise des récépissés donne lieu au paiement sur la valeur des titres du droit de conversion des titres nominatifs en titres au porteur.

Les récépissés nominatifs de ces valeurs étrangères non abonnées doivent-ils être considérés comme des titres nominatifs. Il semble que non.

Les récépissés nominatifs sont délivrés par des établissements de crédit français qui ne sauraient être assimilés ni à des sièges français de collectivité étrangères, ni à des représentants responsables de taxe d'abonnement, ni même à des établissements chargés du service financier des titres. Ces établissements dépositaires n'ont aucun lien de droit avec la collectivité émettrice. Or, c'est un principe incontesté qu'un titre ne peut avoir la forme nominative qui si elle lui est conférée par la collectivité émettrice ou son représentant.

D'autre part les textes ne parlent jamais en ce qui concerne les valeurs non abonnées de « transfert ou de conversion » mais seulement de restitution terme qui caractérise très bien la remise d'un dépôt.

Dès lors les récépissés nominatifs de valeurs non abonnées déposées dans des banques afin d'obtenir un allègement fiscal ne sauraient être autre chose que des récépissés de dépôt. Le titre de créance reste bien le titre au porteur, le mode de transmission ne sera pas le transfert mais la tradition après retrait du titre, contre paiement il est vrai du droit de conversion. L'établissement dépositaire sera libéré par la perte

par cas de force majeure; la capacité pour effectuer le dépôt et pour demander la restitution reste la même que celle nécessitée pour le dépôt ordinaire des titres en banque.

En ce qui concerne les valeurs étrangères abonnées dont le dépôt peut être effectué contre remise de certificats nominatifs dans certains établissements, opération prévue par la même loi du 31 juillet 1929, (art. 5 et 6) et l'arrêté ministériel du 7 octobre 1929, M. Julliot pense qu'il n'en va pas de même. Les titres et certificats nominatifs délivrés soit par le siège français de la Société étrangère soit par son représentant responsable pour acquitter les taxes d'abonnement soit par l'établissement de crédit chargé du service financier des titres, doivent être assimilés aux titres nominatifs français. L'article 6 de la loi de 1929 exige, comme condition pour l'admission des titres abonnés au régime fiscal des titres nominatifs français que le transfert ou la conversion de ces titres, certificats d'inscription et certificat représentatif, s'opère sur un registre tenu en France. Cette inscription va donc valoir droit de propriété.

Cependant dans son étude M. Julliot fait remarquer qu'il est un point sur lequel l'assimilation des certificats de dépôt à des titres nominatifs ne paraît pas possible. La mutation des titres nominatifs depuis la loi du 26 mars 1927 (1) s'opère au moyen du certificat

(1) J. BEZARD-FALGAS, *Le nouveau régime des transferts de titres nominatifs et le certificat de propriété*, Paris, 1928.

de propriété. Le législateur de 1929 n'a pas dit si le certificat de propriété serait applicable aux titres étrangers déposés et dès lors il faut s'en tenir à l'article 1^{er} du Décret du 9 mai 1928, qui réserve l'application de la loi de 1927, aux titres émis par des Sociétés ou collectivités françaises. Dans les successions il faudra donc produire des certificats de propriété pour des valeurs françaises et des expéditions et extraits d'actes successoraux pour les valeurs étrangères.

M. A. Wagner combat la thèse de M. Julliot. Il n'admet pas que le nouveau régime fiscal des valeurs étrangères abonnées assimile le certificat de dépôt au titre nominatif proprement dit. La loi distingue nettement d'une part les titres et certificats d'inscription et d'autre part les certificats nominatifs émis en représentation, des titres déposés et appelés certificats représentatifs pour les distinguer des premiers. Le certificat représentatif ne peut valablement remplacer l'immatriculation des titres eux-mêmes que si cette dernière est impossible. C'est le cas prévu par l'article 5 de la loi du 27 février 1880 (valeurs mobilières des mineurs), dont l'application semble pouvoir être étendue à tous les autres cas.

Il n'entre pas dans le cadre de ce travail de discuter les deux thèses en présence; nous nous contentons de les signaler.

CHAPITRE II

NATURE JURIDIQUE DU CONTRAT DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Nous savons maintenant comment se forme et se constate le contrat de gestion de portefeuille. Nous voudrions dans ce chapitre essayer de déterminer quelle est la nature juridique du contrat de gestion de portefeuille.

SECTION I

Complexité du contrat de gestion de portefeuille.

Le contrat de gestion de portefeuille, à la différence du contrat de dépôt, qui lui, a été prévu par notre Code Civil, est un contrat nouveau qu'on ne saurait faire entrer dans un moule déjà existant. Tenter cela, c'est torturer le contrat, le déformer. « Il existe des institutions autonomes qui se développent d'elles-

mêmes pour répondre à un besoin économique précis (1). » Le droit commercial si vivant, si varié est particulièrement favorable à cette évolution. Ce droit, il faut le reconnaître, tend à être d'origine coutumière. La coutume suivant les besoins de la vie sociale développe et transforme le droit existant qui, à son tour, viendra régir la pratique.

Si on veut cependant essayer de ramener le contrat de gestion de portefeuille à des institutions dont les règles sont déjà fixées, on peut dire qu'il se rattache à la fois au dépôt et au louage de service ou au mandat (2).

Il se rattache au dépôt parce qu'il y a obligation de conserver et de rendre de la part du dépositaire mais il s'en éloigne parce que si le contrat de dépôt est un contrat synallagmatique imparfait (simple variété des contrats inaltéraux) ne créant une obligation que du côté du dépositaire, celle du déposant de l'indemniser de ses frais ne naissant que postérieurement, le contrat de gestion de portefeuille est lui, un contrat synallagmatique pur et simple faisant naître simultanément des obligations à la charge des deux parties. L'une, le capitaliste, s'engage à verser une

(1) A. BUISSON, *op. cit.*, p. 70.

(2) La doctrine est très divisée sur la nature juridique du contrat de mise en garde de valeurs mobilières dans une banque. Une partie adopte la thèse du dépôt (BAUDRY-LACANTINERIE et WAHL, *De la Société, du prêt, du dépôt*, 2^e édit., n^o 1171); d'autres auteurs adoptent la thèse du mandat ou du louage d'ouvrage (GUILLOUARD, *Du dépôt*, n^o 14 à 18; HUC, *Commentaire du C. civ.*, t. XI, n^o 231; DESCHAMPS, *Convention conclue en banque pour la conservation des valeurs mobilières*.

somme d'argent, l'autre, le banquier, conservera et gèrera en retour le portefeuille mobilier du capitaliste. « Les obligations réciproques des parties se servent mutuellement de cause, c'est-à-dire de support juridique. Il en résulte notamment que si l'une des parties n'exécute pas son obligation, l'autre n'est plus obligée d'exécuter la sienne propre (exception non *adempti contractus*) et que de plus elle peut demander la résolution du contrat; (art. 1184 C. Civ.) (1). » Le contrat de dépôt, ce n'est pas cela; c'est un contrat de bienfaisance, un service d'ami.

Il y a plus encore dans le contrat de gestion de portefeuille. Le banquier se charge non seulement d'assurer la sécurité matérielle des titres qui lui sont confiés mais encore de les administrer, de leur faire subir toutes les transformations, d'effectuer sur eux toutes les opérations que nécessite leur mise en valeur positive et normale. Le banquier devient alors un *locotor operis* ou un mandataire conventionnel. La différence entre ces individus n'est pas très nette dans notre droit. Les Romains les différenciaient suivant la nature des taches; la dénomination de mandat étant employée pour celles de l'ordre plus élevé. De nos jours où tout travail est digne et honoré, nous serions tentés de séparer la notion de louage d'industrie et de mandat par une idée de représentation. Le banquier nous paraît, dans le contrat de gestion de portefeuille représenter son client pour tous les actes d'administration

(1) COLIN et CAPITANT, *op. cit.*, p. 262.

nécessités par la gérance. Il peut être comparé à l'avoué qui représente son client devant les tribunaux. Personnage expert dans les questions financières, comme l'avoué l'est dans les question juridiques, le banquier administrera le portefeuille au mieux des intérêts de son client comme l'avoué conduira l'instance.

Le banquier est donc aussi un mandataire et aux règles essentielles du dépôt, il nous faut ajouter celles du mandat dont voici les règles fondamentales : Art. 1988 du Code Civil : « Le mandat reçu en termes généraux n'embrasse que les actes d'administration; s'il s'agit d'aliéner... ou de quelque autre acte de propriété, le mandat doit être exprès; articles 1993 et 1996 du Code Civil, le mandataire doit rendre compte; articles 1991, 1.001, du Code Civil, il réclame au mandant ses frais, ses avances et leurs intérêts, ses honoraires; article 1991 du Code Civil, il répond des dommages-intérêts qui pourraient résulter de l'inexécution de son mandat. Tout cela ce sont les obligations et les droits du banquier gérant de portefeuille.

Dépositaire, il l'est, mais seulement à titre accessoire. Sa principale mission c'est son mandat d'administrateur. Ce que désire le capitaliste en compensation des honoraires qu'il donne à son banquier, c'est surtout et avant tout, être débarrassé de l'administration de son portefeuille. S'il n'avait voulu qu'en assurer la sécurité, il avait beaucoup plus d'intérêt à louer

un coffre-fort ou à déposer purement et simplement ses titres.

C'est l'élément prépondérant d'une opération juridique qui doit déterminer les règles qui la régissent. Quant aux opérations accessoires, il suffit de leur appliquer les règles qui les gouverneraient si les parties en avaient fait l'objet d'un contrat indépendant.

Le contrat de gestion de portefeuille nous paraît donc être une de ces institutions coutumières que les nécessités économiques ont fait naître et qui, ne peuvent se rattacher exactement à aucun des moules juridiques prévus par la loi, sont obligées d'aller chercher leurs statuts dans plusieurs d'entre eux.

SECTION II

L'opinion de la jurisprudence.

Il n'y a sur cette question, à notre connaissance, que très peu de jurisprudence. Cela tient probablement à ce que les banquiers gèrent les portefeuilles qui leur sont confiés avec beaucoup de conscience et que dès lors le recours aux tribunaux est infiniment rare.

§ 1. — *Affaire Herbelot contre banque R. Varin, Bernier et C^{ie}.*

La première décision qu'il faut citer est celle du tribunal civil de la Seine, 1^{re} chambre, du 16 décembre 1924, (Ann. droit com. 1924, p. 334).

Herbelot, possesseur de 99 actions de la Société La Soie Artificielle d'Isieux, les avait mises en dépôt à la banque Varin, Bernier et C^{ie}. Il n'a pas été avisé par cette banque de la première augmentation du capital qui eut lieu en novembre 1921. Mais il fut averti par la même banque de la seconde. Il prétend que c'est par le fait et par la faute de cette banque qu'il n'a pas souscrit à la première augmentation de capital et il demande en conséquence que la banque V. B. et C^{ie} soit condamnée à lui remettre 149 actions de la Société moyennant un versement de 14.900 francs et ce sous une astreinte de 1.000 francs par jour de retard pendant un mois et après ce délai, soit condamnée à lui payer 163.900 francs à titre de dommages-intérêts.

De son côté, la banque V. B. et C^{ie} soutient qu'elle n'a pas assumé l'obligation d'avertir M. Herbelot des augmentations de capital concernant les titres confiés en dépôt chez elle et décline en conséquence toute responsabilité.

Le tribunal a débouté Herbelot.

Cette décision du tribunal civil de la Seine a été très vivement critiquée.

M. P. Esmein, dans sa note sous ce jugement (S. 1925, 2. 57.), montre comme nous l'avons déjà fait que le capitaliste ne confie pas au banquier ses titres dans le seul but de lui en faire assurer la garde mais aussi et surtout « pour se décharger du souci de la gestion matérielle de son portefeuille ».

Il fait remarquer que sur ce point les parties sont

d'accord pour l'encaissement des coupons que les banques détachent, même, 20 jours avant l'échéance sans que pour cela le client en puisse toucher le montant avant la dite échéance. D'une façon courante, les banques se chargent d'autres opérations telles que celle qui consiste à avertir ses déposants des augmentations de capital qui les intéressent. Or, « celui qui a pris l'initiative et l'habitude de faire au profit de son co-contractant des opérations qui se rattachent au contrat ne peut prétendre ensuite que leur accomplissement dépendait de son bon plaisir. D'ailleurs l'article 1372 du Code Civil ne trouve-t-il pas ici son application : « Lorsque volontairement on gère l'affaire d'autrui... celui qui gère contracte l'engagement tacite de continuer la gestion... et de l'achever... il doit se charger également de toutes les dépendances de cette même affaire... »

Quant à la clause de non responsabilité qui figure la plupart du temps sur les récépissés de dépôt, elle ne peut produire que l'effet que lui attribue en principe la jurisprudence (1), à savoir un renversement de la charge de la preuve. Elle doit, de l'avis de M. Esmein, non pas obliger le client à prouver la faute, ce qui lui est pratiquement impossible et équivaut en fait à donner pleine efficacité à la clause de non responsabilité, mais seulement permettre au banquier de se dégager en prouvant l'absence de faute de sa part, alors

(1) Cass. civ., 6 mars 1912, S. et P. 1913, 1.355 ; Bordeaux, 28 juin 1920, S. et P., 1921, 2.1 ; *Pand. périod.*, 1921, 2.1, note HUGUENY.

que l'article 1147 du Code Civil exige la preuve d'une cause étrangère.

Cet auteur estime que la question des augmentations de capital est une espèce particulière. Le banquier en ce cas ne peut prendre l'initiative de l'opération, mais ce qu'il peut faire c'est signaler l'opération au client. Il s'agit donc de s'attacher seulement aux pratiques personnelles du banquier alors que pour les autres opérations il y a lieu de s'en référer à des usages généralisés. Ce ne sera donc que si le banquier a pris l'habitude d'avertir régulièrement son client des émissions nouvelles qui l'intéressent, que ce dernier pourra lui reprocher d'avoir omis de le faire.

Le banquier ne saurait prétendre dans la plupart des cas qu'il a ignoré l'émission. Celles qui sont faites en France doivent être publiées au *Journal officiel*. C'est là que les journaux financiers puisent leurs informations. Une large publicité est également faite pour les grands titres étrangers. L'exercice de la profession de banquier exige le dépouillement du *Journal officiel* ou des journaux financiers relatant les augmentations de capital.

A son tour dans la *Revue du Droit bancaire*, (1925, p. 203), M. A. Matter critique le jugement du tribunal civil de la Seine. Il est d'avis que la mise en garde des titres constitue un mandat. « Quand le banquier, dit-il, accepte de se substituer au coffre-fort, c'est apparemment qu'il s'engage à garder les titres moins passivement qu'un meuble inerte et qu'il se charge d'en prendre certains soins. »

Ce jugement constate, en faveur du banquier, que le récépissé des titres contient cette formule imprimée : « MM. X... se chargent de faire, sans responsabilité, toutes opérations d'échange, estampillage, vérification des tirages etc.. concernant les titres en dépôt. » « Ce qu'il faudrait savoir, remarque M. Matter, c'est quelles sont les limites de l'engagement, car la question de la clause de non responsabilité peut tout au plus intervertir à l'avantage du banquier la charge de la preuve suivant une doctrine et une jurisprudence constante (1) ; d'autre part, la liste des opérations effectuées par la banque et signalées sur le récépissé d'une façon énonciative ne saurait être limitative puisque la formule se termine par l'expression... « etc. »... Elle se réduit aux termes suivants : « MM. X... se chargent de faire toutes les opérations concernant les titres en dépôt ; » ce qui certes, comprend l'obligation de porter à la connaissance des clients intéressés les augmentations de capital.

« Donc, conclut M. Matter, la banque contracte un mandat puisqu'elle se charge de certaines opérations. »

Si l'obligation contractée ne paraît pas être un mandat proprement dit parce que la formule n'énoncerait pas la volonté du déposant, alors il s'agirait d'une gestion d'affaire assumée par le dépositaire. Cette interprétation commanderait plus de sévérité encore contre la banque puisque suivant l'article 1374 du

(1) Note de M. le Premier président Sarrut, D. 1890, 1.209 ; Cassat., 9 nov., 1915, D. 21.1.23.

Code Civil, le gérant d'affaires « est tenu d'apporter à la gestion tous les soins d'un bon père de famille ».

« D'ailleurs, remarque M. Matter dans le cas où la remise des titres en garde constitue un dépôt *stricto sensu*, ne pourrait-on pas dire que la création d'actions nouvelles risque de déprécier les cours des actions anciennes, créant ainsi pour le dépositaire l'obligation de ne pas frustrer le déposant fût-ce par une omission, de la faculté de récupérer sa perte par l'utilisation de son droit de souscription. »

Ces critiques de M. P. Esmein et de M. A. Matter fortifient singulièrement la thèse que nous soutenons et que l'arrêt du tribunal civil de la Seine infirmait.

Ajoutons qu'il semble que les banques aient tout intérêt à assurer à leurs clients une entière sécurité et à leur donner tous apaisements en ce qui concerne l'administration du portefeuille. Ainsi elles verront leur influence grandir et grossir le nombre de leurs clients.

§ 2. — *Les arrêts de la Cour de Colmar*
du 7 novembre 1923 et du 24 mars 1924 (1).

La Cour de Colmar a eu à connaître d'affaires dont le fond peut s'identifier à l'espèce qui nous occupe. Des banques d'Alsace-Lorraine dépositaires de fonds en marks devaient pour que ces fonds, après l'armistice, soient valorisées à 1 fr. 25, faire accomplir certai-

(1) *Rev. Jurid. d'Alsace-Lorraine*, 1924, p. 27 et 470.

nes formalités à leurs clients. Les banquiers, en l'espèce, avaient négligé d'avertir leurs clients qui pourtant étaient en mesure de connaître le traitement de faveur accordé par le Gouvernement français. Les banques n'en ont pas moins été déclarées en faute et responsables de n'avoir pas prévenu leurs déposants.

L'arrêt du 24 mars 1924 est ainsi motivé : « Attendu, d'autre part, que le défendeur a omis de rendre le demandeur attentif, que son dépôt était soumis à vérification et de l'avertir qu'il risquait de se voir exclu du bénéfice de la valorisation; que le devoir d'informer le demandeur lui incombait d'autant plus qu'il se trouvait en présence d'un client habituel comme le prouve suffisamment le compte-courant; qu'averti, le demandeur aurait pu retirer immédiatement son dépôt et le déclarer pour échange au taux de 1 fr. 25 le mark, étant dans le délai jusqu'au 6 décembre 1918 à minuit.

« Attendu, que le défendeur ne saurait s'excuser en alléguant avoir ignoré les dispositions de l'arrêt monétaire; attendu, en conséquence, que par sa négligence, le défendeur a privé le demandeur de sa faculté d'obtenir la valorisation; qu'il est donc tenu de réparer le dommage causé au demandeur par cette négligence... etc. »

§ 3. — *Décisions du tribunal arbitral
mixte anglo-allemand.*

Dans une espèce semblable à celle que nous venons d'étudier le tribunal arbitral mixte anglo-allemand (1) a rendu une sentence en sens contraire de celle du tribunal civil de la Seine.

Une maison anglaise avait avant la guerre en dépôt à la Deutsche Bank, des titres de la Badische Anilin Ges. En 1917, une augmentation de capital de la Badische a lieu. La banque vend d'office les droits de souscription au profit des ressortissants anglais. Il s'agissait de savoir si le produit de cette vente devait se valoriser au cours du change prévu pour les dettes par l'article 296 du Traité de Versailles. Le tribunal s'est prononcé pour l'affirmative motivant ainsi son opinion : « La réalisation, pendant la guerre, de droits attachés à des titres conservés en dépôt par une banque allemande, pour le compte d'actionnaires anglais, constitue l'exécution spontanée du contrat intervenu avant la guerre entre les parties. »

**

A la vérité il ne se dégage pas de ces décisions contradictoires une orientation bien nette.

(1) Décision des 16 juin et 20 octobre 1922, *Rec. des Trib. arbit. mixtes*, II, p. 518.

Le jugement du tribunal civil de la Seine a soulevé de vives critiques.

L'arrêt de la Cour de Colmar du 24 mars 1924, élargit les obligations du dépositaire proprement dit, en semblant tirer argument *a contrario* de l'article 1933 du Code Civil qui stipule : « Le dépositaire n'est tenu de rendre la chose déposée que dans l'état où elle se trouve au moment de la restitution. Les détériorations qui *ne sont pas survenues par son fait*, sont à la charge du déposant. » Il en résulte *a contrario* que la diminution de valeur du dépôt, due à la négligence du dépositaire, doit lui être imputée.

Seule la sentence du tribunal arbitral mixte anglo-allemand paraît confirmer notre thèse et considérer la mise en garde des titres comme un mandat d'administration conféré à la banque.

Il est à souhaiter que la Cour de Cassation puisse un jour donner son avis sur la question; mais il est fort probable qu'une décision de ce genre tardera à intervenir car les banques pratiquement se considèrent comme les mandataires de leurs clients et exécutent très scrupuleusement leurs obligations.

TITRE III

Effet du contrat de gestion de portefeuille.

Nous avons, dans le titre précédent, distingué le contrat de dépôt proprement dit du contrat de gestion de portefeuille indiquant quelle était la nature juridique de chacun de ces contrats. Nous voudrions dans le présent titre étudier les effets du contrat de gestion de portefeuille tout en signalant, chemin faisant, ceux qui se rapportent plus spécialement au contrat de dépôt proprement dit.

CHAPITRE PREMIER

OBLIGATIONS DE CHACUNE DES PARTIES ET DES DROITS CORRELATIFS DE L'AUTRE ⁽¹⁾

Le contrat de gestion de portefeuille est un contrat synallagmatique, faisant naître des droits et des obligations réciproques au profit et à la charge de chacun des contractants.

SECTION PREMIÈRE

Obligations du capitaliste et droit corrélatifs du banquier.

§ 1. — *Païement du prix convenu.*

La principale obligation du capitaliste qui confie ses titres à une banque est le paiement du prix convenu pour la garde des valeurs et leur administration.

(1) A. LEGAL, *op. cit.*, p. 46.

Généralement les sommes perçues sous la dénomination « droits de garde » se paient annuellement et d'avance. Le taux de ces droits est moins élevé pour les titres nominatifs que pour les titres au porteur et plus élevé pour les titres à caractères contentieux.

Ce droit de garde, proportionnel au nombre des titres remis à la banque, est une sorte d'abonnement donnant droit à la conservation matérielle des titres et à l'encaissement des coupons. Des commissions spéciales sont perçues par le banquier à l'occasion des autres opérations d'administration qu'il peut avoir à effectuer.

Dans le contrat de dépôt proprement dit, contrat gratuit quant à la garde matérielle des titres, les banques ont coutume de prélever une commission à l'occasion de chaque encaissement de coupons.

§ 2. — *Droit de rétention du banquier.*

L'article 1948 du Code Civil reconnaît au dépositaire un droit de rétention « jusqu'à l'entier paiement de ce qui lui est dû à raison du dépôt » mais il faut bien noter que la jurisprudence exige pour que ce droit de rétention puisse s'exercer, qu'il y ait relation de cause à cet effet, connexité entre le dépôt et la créance à recouvrer (1).

Si le banquier se trouve créancier du déposant pour

(1) Paris, 18 déc., 1884, D., J. G., Sup., v^o Dépôt n^o 50; Paris, 13 avril 1892, D., 1893, 2.228.

une cause étrangère au dépôt, une avance de fonds par exemple, il ne saurait se prévaloir de son droit de rétention sur les titres.

Dans la pratique, ce cas se produit souvent chez les agents de change et les coulissiers.. Ces intermédiaires exigent, pour les couvrir des pertes que pourraient subir leurs clients au cours des opérations à terme, et dont les agents de change et coulissiers sont responsables envers la contrepartie, le dépôt en couverture de certains titres. Pour être à l'abri de la règle que nous venons d'énoncer, ils spécifient une affectation spéciale de garantie.

Parfois le banquier aura un privilège qui viendra s'ajouter à son droit de rétention. Il en sera ainsi lorsqu'il pourra invoquer le bénéfice de l'article 2.102, 3°, qui considère comme créances privilégiées « les frais faits pour la conservation de la chose » (paiement des droits de garde, vérifications des tirages).

On s'est demandé si, lorsque le banquier ne peut pas exercer le droit de rétention, il ne lui serait pas possible de procéder à une saisie-arrêt sur lui-même, ce qui lui permettrait de refuser la restitution des titres et même au besoin de les faire vendre. La saisie-arrêt sur soi-même qui a, maintes fois, été validée par la Cour de Cassation est discutée tant par la doctrine que par la jurisprudence quand il s'agit du dépôt. Dans le sens de la négative, on peut citer un jugement du tribunal civil de la Seine du 26 mai 1909, (1) qui

(1) *Gaz. Pal.*, 1909, 2.613 ; *Rev. trim.*, 1910 p. 140.

ne reconnaît pas à un marchand de fourrures, qui a reçu en garde des pelleteries, le droit de les saisir-arrêter entre ses mains pour obtenir paiement de fournitures faites à son client déposant. Mais en sens contraire il faut signaler un arrêt de la Cour de Paris du 12 février 1908, (1) et un autre arrêt de la même Cour de Paris du 18 juin 1910, (2) rendu sur appel du jugement du tribunal civil de la Seine du 26 mai 1909.

Dans le contrat de gestion de portefeuille, l'obligation de rendre n'étant pas la principale obligation du contrat, il nous paraît équitable de valider la saisie-arrêt que le banquier fait sur lui-même pour s'assurer du paiement de dettes contractées envers lui par son client. Par contre dans le contrat de dépôt proprement dit, l'obligation de restitution étant l'obligation la plus importante il semble que la saisie-arrêt sur soi-même n'est plus possible (3).

Remarquons que l'espèce du jugement du tribunal civil de la Seine du 26 mai 1909, et de la Cour de Paris du 18 juin 1910, se rapproche beaucoup du contrat de gestion de portefeuille. Lorsque l'on confie en effet à un fourreur des fourrures en garde, on lui demande non seulement d'en assurer la garde mais encore et surtout de leur faire subir toutes opérations utiles pour éviter qu'elles ne se déprécient (battage, nettoyage, mise en chambre froide). Il y a là à n'en point douter un louage de service beaucoup plus qu'un dépôt.

(1) S. 1908, 2.313 et note ; DEMOGUE, *Rev. trim.*, 1909, p. 411.

(2) *Gaz. Pal.*, 1910, 2.113.

(3) Bruxelles, 23 fév. 1863, Pas., 1863, 275, cas du dépôt de fonds.

SECTION II

Obligations du banquier.

§ 1. — *Conserver et rendre.*

Dans le cas du dépôt proprement dit, conserver et rendre, (art. 1915 et 1932 du Code Civil) sont les obligations principales du dépositaire; dans le cas du contrat de gestion de portefeuille, ce sont des opérations accessoires.

A) CONSERVER

Conserver cela comprend : la garde matérielle des titres qui doivent être à l'abri de tout danger de destruction ou de soustraction; l'interdiction absolue d'aliéner et d'utiliser les titres pour son usage personnel (art. 1930 du Code Civil) sans l'autorisation du déposant (mise en report ou en gage); l'interdiction de produire les titres sans l'autorisation du déposant pour assister à une assemblée générale.

Il existe un contrat particulier de dépôt appelé « dépôt à usage » aux termes duquel le banquier recevant des titres pour une durée déterminée a la faculté d'en disposer moyennant une bonification sur les coupons échus.

Mais si l'article 1930 du Code Civil autorise le banquier à se servir des titres déposés avec l'autorisation du déposant, il ne permet pas au dit banquier de faire

disparaître la chose déposée. D'autre part, dans le prêt à usage dont le dépôt à usage est une variété, le prêteur demeure toujours propriétaire de la chose prêtée. Dès lors le banquier, bien qu'une clause du contrat ait prévu qu'il pourrait « engager, vendre, acheter », ne peut pas prétendre avoir le droit d'aliéner de sa propre autorité, pour son compte et sans consulter ses prêteurs les titres déposés à la seule charge pour lui de restituer en fin de contrat des titres de même nature. Il doit, pour ces opérations, recevoir les ordres du déposant, qui d'ailleurs, a l'obligation de lui maintenir en dépôt pendant le temps prévu, la même quantité de titres que celle fixée dans le contrat originaire. Si le banquier a lui-même engagé les titres prêtés, il doit tout de même exécuter les ordres de bourse de ses prêteurs en remplaçant lui aussi les titres engagés par d'autres de même valeur. Il se peut que le banquier se refuse à exécuter les ordres de vente de ses clients en soutenant qu'il ne doit rendre de compte qu'à l'expiration du contrat. Il y a alors un fait de sa part justifiant amplement le besoin « pressant et imprévu » que le prêteur a de la chose prêtée, afin de pouvoir exercer lui-même un droit de propriété qu'il n'a pas entendu perdre. Dès lors il y a lieu de résilier le contrat de dépôt à usage intervenu entre les parties et d'obliger le banquier à restituer à son client les titres par lui déposés (1).

(1) Trib. com. Lyon, 14 mars 1929, *Rev. Droit banc.*, juillet 1930, p. 310.

B) RESTITUER

Restituer, c'est rendre les titres confiés à première demande du déposant (1).

a) Cas de force majeure.

Mais il est des cas qui peuvent libérer le banquier de cette deuxième obligation. L'article 1929 du Code Civil stipule en effet que « le dépositaire n'est tenu en aucun cas des accidents de force majeure ». Le dépositaire sera alors tenu d'établir qu'il a fait preuve devant un événement imprévisible ou devant lequel on ne peut résister de la diligence que l'on doit attendre d'un homme prudent placé en face d'une situation analogue (2).

La guerre (3), l'incendie, la confiscation, le fait du prince (4), sont des cas de force majeure qui peuvent libérer le dépositaire à condition toutefois qu'il ne lui ait pas été possible de parer à ces circonstances exceptionnelles.

D'autre part, le banquier ne saurait répondre de la perte partielle ou des transformations de la chose, survenues à la suite d'un fait qui ne saurait lui être imputé (conversion, suspension du service des intérêts (5)).

(1) Certains Établissements de crédit qui centralisent les titres dans des dépôts se réservent un certain délai afin de pouvoir faire revenir les titres.

(2) Trib. civ. Seine, 29 avril 1887, *Gaz. Pal.*, 1888, 1, sup. 42.

(3) HENNION, *Les dépôts en banque et la guerre*, thèse Paris, 1916 ; A. WAHL, Droit civil et commercial de la guerre, n° 2380, *Journal des notaires*, 1915, p. 129 et s.

(4) Trib. com. Seine, 25 mai 1925, *Dr. Fin.*, 1925, p. 447.

(5) Art. 1933 C. civ. V. Colmar, 7 nov. 1923, et 24 mars 1924, précité.

b) Quelles choses doivent être rendues ?

L'article 1932 du Code Civil prescrit au dépositaire « de rendre identiquement la chose même qu'il a reçue », c'est-à-dire des titres portant les mêmes numéros que ceux qui lui ont été confiés. C'est là une obligation qui peut être gênante pour le banquier, aussi certaines législations (Allemagne) admettent-elles un système de compensation et de virement de titres fongibles, par des jeux d'écritures comme pour les dépôts espèces.

Par contrat intervenant entre les parties, le banquier est autorisé à restituer des valeurs équivalentes à celles qu'il a reçues sans qu'il ait à tenir compte des numéros. Le droit réel du déposant est cependant respecté. On lui reconnaît un droit de co-propriété sur une masse indivise de titres constituant un dépôt collectif.

Le système peut fonctionner schématiquement de la façon suivante (1) :

Une banque centrale de virements à Paris possède un dépôt collectif de 800 actions Rio Tinto, seul dépôt en France de cette nature et constitué par trois établissements de crédit ayant chacun un compte-titre à la banque de virements. La banque Primus possède 100 Rio, soit $100/800^{\circ}$ du dépôt collectif, la banque Secundus 200 Rio soit $200/800^{\circ}$, la banque Tertius 500 Rio soit $500/800^{\circ}$. La banque de virements parisienne a un compte à la banque de virements de Lyon. La

(1) M. CARROW, *Inf. Fin.*, 19 oct., 7 déc., 1929 ; 28 fév. 1930.

banque Tertius achète 200 Rio à Lyon. Ils sont versés à la banque de virements de Lyon qui en crédite la banque de virements de Paris pour le compte de Tertius. Le dépôt collectif de Rio est maintenant en France de 1.000 titres, soit 800 à Paris et 200 à Lyon. Le droit de co-propriété des déposants s'étend sur le dépôt de Lyon et sur celui de Paris; il se chiffre par une fraction ayant pour dénominateur le nombre total des titres déposés (1.000) et pour numérateur le nombre des titres appartenant à un déposant : 700 pour Tertius dont le droit est de $700/1.000^{\circ}$ des titres déposés.

Les agents de change utilisent, sur une moindre échelle, un système analogue. Sans parler des opérations de compensation effectuées par les chambres syndicales pour les opérations à terme, ces officiers publics utilisent directement le service des dépôts de titres de la Banque de France. Ils effectuent leur dépôt par paquets de la plus petite fraction de titres négociable à terme (25 dans le cas le plus fréquent); ils reçoivent en retour des récépissés endossables des titres au porteur déposés qui indiquent le nom du déposant et portent les numéros des titres qu'ils représentent. Ce système sans abolir la circulation des titres puisque c'est le récépissé qui va circuler, la diminue considérablement soit, en général, dans la proportion de 1 à 25.

Le système des compensations et virements (1) de valeurs mobilières pourrait certainement être appliqué

(1) Cette question a été très étudiée en Allemagne où existe le *Berliner Kassen-Verein*, et de nombreux offices de province. V. les ouvrages de Ascher, Besseler, Opitz, Riesser-Bernstein, Schultz, Wehl.

en France et fonctionner au même titre que les dépôts d'espèces pour lesquels le dépositaire est autorisé à rendre non les espèces déposées en nature, mais des espèces équivalentes sans qu'il soit tenu compte des numéros des billets de banque ou du millésime des monnaies. Il faudrait toutefois spécifier dans la loi que le crédit-titre en cas de faillite du dépositaire ne sera pas englobé dans la masse et assimilé à l'actif de la faillite, de même que les titres individuels placés sous dossier restent propriété du client et sont revendiqués en nature.

c) A qui rendre ?

A qui la restitution doit-elle être faite ? L'article 1937 du Code civil répond que la chose déposée ne doit être restituée qu'à celui qui l'a confiée au déposant ou à celui au nom duquel le dépôt a été fait ou à celui qui a été indiqué pour la recevoir.

Pour restituer, le dépositaire n'a pas à s'assurer de la réalité du droit de propriété du déposant (art. 1938, al. 1, C. civ.) ; il a seulement le devoir de vérifier son identité au moment du retrait du dépôt. La restitution en effet ne peut pas être subordonnée à la remise du récépissé, simple instrument de preuve à personne dénommée et incessible. Le bénéficiaire est seulement obligé de justifier son droit de propriété et cela d'une manière quelconque (1).

(1) Trib. com. Seine, 18 oct. 1922, *Gaz. Trib.*, 1922, 1.26 ; D. 1924, 2.139, note LEGRIS.

Si le déposant est en état de faillite, le banquier ne pourra restituer qu'au syndic pendant toute la période durant laquelle le failli est dessaisi (1).

En cas de décès du déposant la remise ne peut être faite qu'à ses héritiers (art. 1939, al. 1, C. civ.) même s'il y a acceptation sous bénéfice d'inventaire, car sans cela le dépôt pourrait devenir un fidéicommiss destiné à tourner des dispositions légales. S'il y a plusieurs héritiers, le dépôt leur est rendu chacun pour leur part et portion, et si la chose déposée est indivisible (1 titre) les héritiers doivent s'accorder entre eux pour la recevoir. Une fois la femme décédée le mari n'a plus le droit de retirer les titres déposés et appartenant à la femme. Toutefois les héritiers de la femme agiront prudemment en avertissant la banque du décès. Bien que les récépissés soient paraphés par le notaire au cours de l'inventaire, ce qui ne manquera pas de mettre le banquier en éveil, le mari alléguant la perte des récépissés pourrait, sur justification de son identité, demander la remise des titres.

S'il y avait une procuration, elle cesse de plein droit de produire ses effets à la mort du déposant (art. 2003 C. civ.)

Les banques et autres collectivités dépositaires de valeurs dépendant d'une succession sont tenues d'en faire la déclaration à l'enregistrement.

La pratique pour tourner ces dispositions avait

(1) Dijon, 23 mars 1908, D., 1908, 251, note PERCEROU.

imaginé le compte joint solidaire dont nous avons déjà parlé. La loi du 31 déc. 1903 (art. 207, C. enreg.) a rendu inefficace en France cette façon de procéder en obligeant le dépositaire à déclarer à l'enregistrement le compte joint, et en établissant au décès d'un des titulaires du compte une présomption de part virile entre chacun d'eux. Les pays étrangers, qui s'efforcent d'attirer chez eux les capitaux, pratiquent le compte joint solidaire. Le banquier se trouve valablement libéré en remettant à l'un quelconque des titulaires du compte joint la totalité des titres (ou des espèces) déposés.

d) La prescription au profit de l'État

Enfin, il est un cas où les titres seront restitués non pas au déposant mais à l'État (1). La Loi des Finances du 25 juin 1920 (art. 111), complétée par la loi du 29 avril 1926 (art. 35), attribue à l'État les coupons, valeurs mobilières, et dépôts de fonds atteints par la prescription. Le délai pour les coupons intérêts et dividendes est de cinq ans, pour les titres remboursés, les dépôts de fonds, et les dépôts de titres (L. de 1926) de trente ans. Il y a là un renversement de la notion de prescription qui, de libératoire pour le débiteur, devient acquisitive au profit de l'État.

Cette question n'a pas manqué de soulever de graves

(1) A. WAHL, *J. de Soc.*, 1921, p. 385 ; LAROCHE, *Th. Paris*, 1925 ; E. DEMONTÈS et Ch.-L. JULLIOT, *Inf. Fin.*, 27 sept., 18 oct., 29 oct. 1930 ; COQUILLON, Thèse Lyon, 1930.

discussions et il importe que nous lui consacrons quelques développements.

De droit commun, un banquier à qui des titres ont été confiés par un client ne saurait lui refuser la restitution, sous prétexte qu'il les a prescrits à son profit. Le banquier est un détenteur précaire qui possède pour autrui et l'article 2236 du Code civil lui enlève toute possibilité de prescrire. Pour les sommes portées au compte courant du client, elles constituent pour celui-ci à l'encontre du banquier une créance de somme d'argent à laquelle s'applique la prescription trentenaire.

L'article 111 de la loi du 25 juin 1920 apporte à ces principes les modifications suivantes :

1° Il déclare acquis à l'Etat « le montant des coupons intérêts et dividendes atteints par la prescription quinquennale et afférents à des actions ou à des obligations négociables, émises par toute société commerciale ou civile ou par toute collectivité soit privée soit publique ».

Dans l'espèce qui nous occupe il n'y a rien de changé. Normalement, le banquier, qu'il soit dépositaire ou mandataire encaisse les coupons et en porte le montant au crédit du compte du client. S'il omet d'effectuer cette opération, si cinq ans se sont écoulés entre la date d'échéance du coupon et sa présentation à l'encaissement, l'article 2277 du Code civil permet au débiteur de prescrire à son profit : « les arrérages de rentes perpétuelles et viagères... les intérêts

des sommes prêtées et généralement tout ce qui est payable par année ou à des termes périodiques plus courts. » Avec la loi de 1920, le propriétaire des titres est toujours frustré de ses revenus dans les mêmes conditions, mais le bénéficiaire n'est plus le débiteur, c'est l'Etat (§ 1, art. 111).

2° L'alinéa 2 confère à l'Etat la propriété « des actions, parts de fondateur, obligations et autres valeurs mobilières des mêmes sociétés ou collectivité lorsqu'elles sont atteintes par la prescription trentenaire ». Le législateur, dans ce cas comme dans le précédent, a simplement voulu changer le bénéficiaire de la prescription, substituer l'Etat aux collectivités débitrices dans le bénéfice de la prescription prévue à l'article 2262 du Code civil, prescription qui ne saurait courir que du jour où la dette est exigible.

L'Administration par l'interprétation (1) qu'elle a donnée du texte de la loi de 1920 allait beaucoup plus loin. Elle tendait à créer une prescription nouvelle. « L'expression générale de valeurs atteintes par la prescription trentenaire dont s'est servi le législateur s'entend des valeurs dont le propriétaire est resté dans l'inaction pendant 30 ans. Seront donc considérés comme prescrits, et comme tels remis au domaine, les titres ou valeurs qui n'auront fait l'objet depuis trente ans, de la part des ayants droit, d'aucune opération telle que paiement de coupon, transfert, etc. »

(1) Instruct. génér. du 1^{er} juin 1921, *J. O.* 7 juin 1921 ; *J. des Soc.*, 1921, p. 322.

Cette prétention excessive de l'administration a été condamnée par les tribunaux (1). L'administration s'est inclinée. Elle prescrit maintenant à ses services (Instruct. de la Direction gén. des Domaines, n° 4023) que contrairement aux instructions n° 3696, p. 7 et 3732, p. 10 « il n'y aura pas lieu dorénavant d'appréhender les titres non déposés, tant qu'ils n'auront pas fait l'objet d'une prescription au profit de l'établissement émetteur, ce qui n'est possible en principe que si le droit du porteur s'est transformé en une créance exigible par suite d'amortissement, de remboursement, ou de tout autre événement de même nature ».

Dès lors, il apparaît que ce n'est pas le titre qui devra être appréhendé par l'Etat, mais que l'administration devra poursuivre auprès des collectivités débitrices le versement en espèces de la valeur des titres prescrits par l'établissement débiteur.

3° L'alinéa 3 de l'article 111 confère à l'Etat la propriété des « dépôts et sommes d'argent et, d'une manière générale, tous avoirs en espèces dans les banques, les établissements de crédit... lorsque ces dépôts ou avoirs n'ont fait l'objet de la part des ayants droit d'aucune opération ou réclamation depuis trente ans ».

Désormais donc c'est au profit de l'Etat et non du

(1) Trib. civ. Rhône, 21 déc., 1926, *D. H.*, 1927, 194 ; Chambéry, 30 déc., 1927, *J. des S.*, 1928, p. 419 ; Boulogne-sur-Mer, 8 janv. 1927, *S.* 1928, 2.101 ; Lyon, 12 juillet 1928, *Sem. Jurid.*, 1929, p. 249.

banquier que se prescriront les créances de sommes d'argent inscrites dans un compte de dépôt à la condition que les sommes déposés n'aient fait l'objet de la part des ayants droit d'aucune opération ou réclamation depuis trente ans. Les opérations ou réclamations seront constituées en premier lieu par toutes les modifications qu'apporte le déposant à son compte (prélèvements versements, remises de coupons à l'encaissement, etc.).

Que décider lorsque le compte espèce étant complémentaire d'un dépôt de titres, le banquier a effectué pour le compte de son client des opérations qui ont fait varier les sommes inscrites au compte de celui-ci (encaissement des coupons, paiement d'affidavit). Certains auteurs admettent que la loi exigeant que les opérations soient faites par les ayants droit, l'activité du banquier ne saurait suppléer à l'inaction de son client. « L'esprit de la loi, écrit M. Wahl (1), veut que le déposant soit dépouillé au profit de l'Etat si pendant trente ans il a négligé son compte, c'est-à-dire, n'a pas manifesté l'intention de le comprendre dans son patrimoine. »

Pour nous qui dans le cas général (contrat de gestion de portefeuille) voyons dans le banquier un mandataire, nous estimons que tant que le compte n'a pas été soldé, tant que le mandataire n'a pas notifié au mandant sa renonciation au mandat (art. 2007, C. civ.) et continue à opérer pour le compte de son client, la

(1) *J. des Soc.*, 1921, p. 415.

prescription ne saurait courir à l'encontre du titulaire du compte. Les opérations effectuées par le banquier sont faites « pour le mandant et en son nom » (art. 1984, C. civ.) et chacune d'elle interrompt la prescription.

Quant au terme « réclamation » qui « n'est pas juridique » (1), il fait allusion à l'intervention que peut amener de la part du client la réception d'un relevé de compte. Les établissements de crédit envoient soit trimestriellement, soit semestriellement à leurs clients un relevé de compte indiquant les opérations faites depuis le précédent relevé. Il nous paraît indiscutable que toute contestation relative à ce relevé de compte et même tout accord donné par le client, à son sujet, empêchent la prescription de courir au profit de l'Etat.

4° La loi du 29 avril 1926, article 25, est venue aggraver les dispositions de la loi de 1920 en décidant que : « Les dépôts de titres et d'une manière générale tous avoirs en titres dans les banques et autres établissements qui reçoivent des titres en dépôt, lorsque ces dépôts ou avoirs n'ont fait l'objet de la part des ayants droit d'aucune opération ou réclamations depuis trente ans » sont acquis à l'Etat.

C'est là une extension des mesures édictées par le § 3 de l'article 111 en ce qui concerne les dépôts de fonds en banque et une nouvelle dérogation aux principes qui régissent le droit commun. Le texte vise

(1) WAHL, *op. cit.*, p. 415.

non seulement les titres déposés, mais sans préciser « tous autres avoirs en banque ».

Ici, comme dans le cas du dépôt de fonds, la prescription se trouve interrompue par toute opération ou réclamation émanant des ayants droit. Nous estimons, comme dans le cas précédent, que les opérations effectuées par le banquier mandataire, en tant que gérant de portefeuille, interrompent la prescription au profit du déposant. Nous pensons également que le même effet doit être accordé aux contestations qui peuvent s'élever entre banquier et client au sujet de la consistance du dépôt lorsque ce dernier reçoit son relevé annuel (pratiqué seulement par certaines banques), ainsi que l'approbation qu'il donne à ce relevé.

La loi de 1920 a été très sévèrement jugée par M. Bartin dans son édition d'Aubry et Rau (1). Il s'exprime ainsi qu'il suit : « Il est à l'heure actuelle impossible de mesurer les conséquences d'un texte aussi mal construit que l'article 111 de la loi du 25 juin 1920... ses dispositions sont nettement contraires à la définition classique de la prescription, puisqu'elles impliquent, par la substitution d'un nouveau créancier au créancier primitif, dont l'action contre le débiteur est simplement paralysée, acquisition par ce nouveau créancier d'un droit que la prescription avait jusqu'à présent pour objet d'éteindre. Les plus graves difficultés d'application peuvent surgir de cette contradiction manifeste entre la définition même de l'institu-

(1) AUBRY et RAU, t. XII, p. 769, n° 12 bis.

tion et la modification apportée à ses effets. On peut, en tous cas, dès maintenant, prévoir que la pratique de l'interruption de prescription, notamment par voie de reconnaissance de dette, qui reste possible, est vraisemblablement appelée à limiter les recettes escomptées de ce chef par l'administration des finances. Des retouches ultérieures sur ce point du texte voté en 1920 sont possibles, mais il ne faut pas se dissimuler qu'elles supposeraient, pour un résultat pratique, assez mince sans doute, une refonte totale bien étudiée de l'institution même de la prescription. »

§ 2. — *Percevoir les fruits.*

L'obligation de percevoir les fruits est comme celle de conserver et de rendre commune au contrat de dépôt proprement dit et au contrat de gestion de portefeuille.

Le banquier dépositaire détache les coupons, en perçoit le montant et le porte généralement au crédit du compte de son client. Cette obligation de percevoir les fruits ne peut faire de doute, puisque le banquier ayant entre les mains les titres, lui seul est en mesure de détacher les coupons à l'échéance. Sauf clause contraire, il faut admettre que cette opération est l'accessoire de toute remise en garde de titres à un banquier (1).

Lorsque le banquier présente les coupons à la col-

(1) Trib. civ. Seine, 22 fév. 1890, *Dr. Fin.*, 1890, p. 209.

lectivité débitrice, celle-ci peut les rejeter lorsque le titre a été amorti. Dans ce cas, le banquier doit en aviser son client. C'est là une obligation qui découle de la perception des coupons.

Conserver et rendre, percevoir les fruits, ce sont là les obligations communes du banquier dépositaire et du banquier gérant de portefeuille. On peut y ajouter, mais le cas est plus rare, l'obligation pour le banquier de prévenir son client de toute modification dans la consistance matérielle du dépôt (Trib. civ. Lyon, 21 déc. 1901, Dr. Fin., 1903, p. 136; La loi, 26 mars 1902).

§ 3. — *Les obligations particulières du banquier dans le contrat de gestion de portefeuille.*

Dans le contrat de gestion de portefeuille, le banquier a des devoirs beaucoup plus étendus. Nous avons admis qu'il était dans ce cas un mandataire chargé de tous les actes d'administration. Seuls les actes d'aliénation ou de propriété lui sont interdits, sauf mandat exprès (art. 1988, C. civ.). Nous estimons donc qu'il a le devoir d'effectuer tous les actes d'administration savoir : libération des titres quand les sommes nécessaires sont entre ses mains, vérification des tirages, échanges, réfections, recoupponnement des titres, etc. Pour les actes qui peuvent s'assimiler à des actes de propriété, il sera dans l'obligation d'avertir son client de la date à laquelle ils doivent être effectués : tenue

des assemblées, augmentation de capital, organisation de la défense des droits des obligataires, etc.

Pour chacune de ces opérations, il est légitime d'accorder au banquier une commission particulière, ou tout au moins le remboursement des frais qu'elles ont pu lui occasionner, les droits de garde perçus annuellement ne s'appliquant qu'aux opérations courantes : conservation des titres et perception des coupons.

Pratiquement nous l'avons déjà signalé, les banques se chargent de toutes ces opérations. Mais souvent elles insèrent dans les récépissés de dépôt une clause de non responsabilité. Nous avons dit que la jurisprudence annule les dispositions par lesquelles le débiteur se décharge des conséquences de son dol ou de sa faute lourde, mais elle admet que pour les simples négligences ces clauses produisent un renversement de la charge de la preuve. Le demandeur à l'action en responsabilité devra établir la faute génératrice du préjudice (1).

SECTION III

La faillite du banquier (2).

Le contrat de dépôt proprement dit et le contrat de gestion de portefeuille sont des contrats de confiance. Le capitaliste doit bien choisir son banquier. Si celui-

(1) Note HUGUENEY, sous Bordeaux, 28 juin 1920, S., 1921, p. 737.

(2) A. LEGAL, *op. cit.*, p. 101.

ci a disposé des titres, à lui confiés, pour son usage personnel, s'il les a aliénés, la créance du déposant ne saurait être privilégiée, il deviendra créancier chirographaire du dépositaire avec tous les dangers que peu présenter cette situation.

Le banquier est un commerçant, il peut faire faillite. Il nous faut examiner qu'elle sera dans cette éventualité la situation du dépositaire.

§ 1. — *Les titres existent dans l'actif de la faillite.*

Dès l'ouverture de la faillite, le capitaliste exercera son droit de revendication (Req. 9 janv. 1888, D. P., 89, 1, 207; Civ. 27 nov. 1900, D. P., 1902, 1, 473). C'est une règle que la faillite doit restituer tous les biens détenus à titre précaire par le failli et appartenant à des tiers (art. 575, C. com.).

C'est au moment du jugement déclaratif qu'il faut se placer pour fixer les droits du propriétaire. Si sa situation privilégiée existe ce jour-là, elle lui restera acquise. Même si les titres déposés ont été réalisés par erreur, par le syndic, la masse est tenue de donner réparation au propriétaire. Un acquéreur de bonne foi a-t-il déjà pris possession des titres? Le *verus dominus* ne pourra obtenir la restitution de son dépôt, mais il aura une action en dommages-intérêts contre la masse et ne sera pas soumis au marc le franc.

C'est au moyen du récépissé de dépôt ou du relevé général que le capitaliste établira son droit de pro-

priété à l'ouverture de la faillite. Mais s'il n'y a pas encore de récépissé, si même le dépôt n'est pas encore constitué, et ce sera le cas quand des titres viennent d'être achetés pour son compte, la preuve sera difficile à établir.

Pour les titres nominatifs, il suffira de se reporter à la date du transfert sur les registres de la collectivité émettrice. Pour les titres au porteur, l'intermédiaire en bourse achetant ou vendant en bloc des titres de même nature, la transmission de propriété ne s'effectue qu'au moment où ils sont individualisés au profit du donneur d'ordre, soit au plus tard au moment de la tradition (Req., 6 déc. 1880, D., 1881, 1, 347). Cette individualisation sera jugée suffisante si elle est portée sur les registres de l'intermédiaire à une date déterminée avec indication du nom du client et du numéro des titres.

Parfois, on a admis qu'une indication portée sur les titres ou le fait de les avoir muni antérieurement à la faillite d'une fiche au nom du client pourrait suffire pour établir la propriété (Paris, 30 juin 1893, D., 1894, 2, 501; S., 1894, 2, 48).

Cette preuve du droit de propriété, une fois faite, le déposant devra établir l'identité de ses titres avec ceux figurant à la faillite. Elle résultera pour les titres au porteur de la concordance entre les numéros des valeurs figurant à l'inventaire dressé par le syndic et celui des valeurs mises en dépôt. Pour les titres nominatifs leur forme évite toute espèce de difficulté.

§ 2. — *Les titres ont été aliénés par le failli.*

Quand les titres ont été aliénés par le failli, la situation du déposant devient des plus précaire. Il ne pourra plus exercer sa revendication à l'encontre de la faillite. Il sera un créancier ordinaire soumis au dividende. Il n'aura la faculté de se retourner contre le tiers acquéreur que si celui-ci était de mauvaise foi. Mais généralement, ce tiers se prévaudra de l'article 2279, alinéa 1, du Code civil (en fait de meubles possession vaut titre) sans qu'il soit possible de lui opposer l'alinéa 2 du même article qui ne s'applique que lorsqu'il y a dépossession involontaire, alors qu'on ne saurait ainsi qualifier la remise du déposant au dépositaire (1).

Le dépositaire ne saurait d'ailleurs lui-même se prévaloir de l'article 2279, alinéa 1 (2).

Lorsque le prix de la vente des titres a été versé au dépositaire avant la faillite, aucun privilège contre la masse n'est conféré au déposant, il viendra à la faillite comme créancier chirographaire (3).

Quand au contraire le prix n'a pas encore été payé au moment où la faillite est déclarée, alors le déposant se prévalant de l'article 575 du Code de commerce, alinéa 2, pourra le revendiquer.

(1) WAHL, *Dr. Com.*, n° 2351; Paris, 24 avril 1913, *Dr. Fin.*, 1915, p. 286.

(2) Civ. 24 mars 1915, D. P. 1920, 1.143.

(3) Cass. 23 août 1864, D. 1864, 1.367 et sur renv. Rouen, 6 avril 1865, S. 1866, 2.122.

Lorsque des titres déposés chez un banquier ont été employés par lui à rembourser un de ses créanciers qui l'en croyait propriétaire, si, postérieurement à la faillite, cette dation en paiement a été annulée à la demande du syndic, sur le fondement des articles 446 et 447 du Code de commerce, le déposant peut les revendiquer contre la masse, l'annulation de la dation en paiement ayant un effet rétroactif et le failli étant réputé ne pas s'être dessaisi des titres (1).

Il y a des difficultés sur le point de savoir si des titres déposés, ayant été aliénés par le failli et ensuite remplacés par un nombre égal de titres de même nature, l'action en revendication du déposant pourra s'exercer. La jurisprudence sur ce point est divisée (2).

Les titres remis en dépôt peuvent avoir été non pas aliénés par le banquier, mais frauduleusement affectés à la garantie de ses propres opérations (mise en gage par exemple). Après la faillite, si ces opérations sont annulées, le déposant sera admis à les revendiquer. Mais si la revendication du déposant est paralysée par la règle de l'article 2279, alinéa 1 du Code civil invoquée par un créancier gagiste de bonne foi, dès que ce créancier sera désintéressé le *verus dominus* pourra réclamer ses titres (3).

(1) Paris, 1^{er} avril 1904, D. P. 1911, 2.281.

(2) Affirmative : Douai, 14 janv. 1869, D. 1873, 2.77 et Dijon, 15 juin 1899, D. 1900, 2.205 ; négative : Rouen, 24 nov., 1876, D. 1878, 2.205 ; Trib. comm. Seine, 26 mai 1891, *Rev. dr. Com.*, 1892, p. 101.

(3) Trib. com. Marseille, 30 nov. 1881, *J. F.*, 1882, p. 101 ; Bordeaux, 14 mars 1892, *J. F.*, 1892, p. 342.

Enfin, lorsque le créancier gagiste a réalisé le gage en présence de la faillite (art. 548, C. com.) et qu'il a versé l'excédent du prix sur sa créance à la masse, cet excédent doit être intégralement affecté au déposant.

CHAPITRE II

LE BANQUIER ET LES TIERS (1)

A l'occasion des titres qui lui sont remis en dépôt ou en gérance, le banquier va être amené à entrer en rapport avec des tiers.

SECTION I

La preuve de la propriété des titres.

L'article 1938 du Code civil est ainsi conçu :

« Il (le dépositaire) ne peut pas exiger de celui qui a fait le dépôt la preuve qu'il était propriétaire de la chose déposée.

« Néanmoins, s'il découvre que la chose a été volée et quel en est le véritable propriétaire, il doit dénoncer à celui-ci le dépôt qui lui a été fait, avec sommation de le réclamer dans un délai déterminé et suffisant.

(1) A. LEGAL, *op. cit.*, p. 130.

« Si celui auquel la dénonciation a été faite néglige de réclamer le dépôt, le dépositaire est valablement déchargé par la tradition qu'il en a fait à celui duquel il l'a reçu. »

Donc le dépositaire n'a pas à réclamer au déposant la preuve de son droit de propriété. Mais en revanche il doit au cas où il découvrirait que les titres ont été volés et quel en est le véritable propriétaire faire connaître le dépôt à ce dernier avec sommation de le réclamer.

C'est là une disposition qui déroge au droit commun car en dehors des liens d'un contrat nul ne peut être tenu d'une obligation active envers un tiers et une abstention ne saurait être fautive. Dès lors, l'article 1938 est de droit étroit, il vise uniquement des choses volées et la doctrine est d'accord pour décider qu'il ne saurait s'appliquer aux choses perdues.

SECTION II

L'opposition.

L'article 1944 du Code civil prévoit qu'une opposition pourra être faite entre les mains du dépositaire, et que dès lors celui-ci ne pourra plus valablement restituer les titres au déposant.

Pour que cette opposition soit possible, il faudra que le propriétaire dépossédé des titres connaisse

l'identité de la personne qui les a dérobés et la banque où cette dernière les a mis en dépôt.

L'opposition qui sera alors pratiquée dans n'importe quelle forme précédera utilement l'action en revendication qui sera intentée devant les tribunaux.

Cette opposition ne sera pratiquée que pour les titres au porteur, car pour les titres nominatifs, le propriétaire dépouillé fera opposition à la collectivité émettrice pour le paiement des coupons, et pourra d'autre part se faire délivrer un duplicatum des titres volés.

Dans la plupart des cas, le dépositaire de titres volés ne connaîtra pas son voleur. Dans ce cas, le propriétaire (1) des titres devra recourir à la procédure de la loi du 15 juin 1872.

Quant au banquier dépositaire volé, la jurisprudence admet qu'il peut exercer l'action en revendication (Cass. 28 mars 1888, D., 1888, 1, 253).

Il convient de signaler que l'opposition à la négociation faite au syndicat des agents de change permet au banquier, sans que pour cela il encoure aucune responsabilité, de se refuser à restituer les titres au déposant (Civ. 26 fév. 1913, S. 1913, 1, 201; D., 1913, 1, 489, note Lacour).

(1) Le droit de frapper d'opposition des titres au porteur dans les termes de la loi du 15 juin 1872 n'appartient qu'au propriétaire dépossédé. Paris, 10 déc. 1904, D. P. 1906, 2.61.

SECTION III

La saisie-arrêt sur les titres déposés.

L'article 1944 du Code civil prévoit qu'une saisie-arrêt pourra être pratiquée sur les titres remis au banquier à titre de dépôt. Cette saisie-arrêt sera pratiquée par les créanciers du déposant, en vertu du droit de gage général qu'ils ont sur le patrimoine de leur débiteur.

Cette saisie-arrêt est possible pour les titres au porteur qui sont assimilés à un meuble corporel et qui matérialisent le droit qu'ils constatent. « Le droit est incorporé au titre immobilisé avec lui. » (1) Le créancier saisissant pourra vendre les titres et se rembourser sur le prix.

Pour les titres nominatifs au contraire, la saisie ainsi pratiquée ne sera d'aucune efficacité. Le droit est indépendant du titre et le débiteur saisi, pourvu qu'il établisse son identité, pourra exercer ses droits auprès de la collectivité débitrice. Seule pourra être avantageuse la saisie-arrêt entre les mains de la société.

(1) A. WAHL, *Traité des titres au porteur*, I, p. 209.

CHAPITRE III

LE BANQUIER ET LE FISC

Le fisc, qui à notre époque apparaît dans toutes les circonstances de la vie économique, ne pouvait manquer, dans son désir de découvrir une matière imposable chaque jour plus considérable, d'intervenir dans les relations du banquier et de ses clients déposants ou propriétaires d'un portefeuille en gérance. Le banquier n'a-t-il d'ailleurs pas été transformé par les lois fiscales récentes en véritable collecteur d'impôts? (1)

SECTION PREMIÈRE

Droit de communication des agents du fisc sur la comptabilité des banques.

« La communication, c'est la représentation d'actes, registres, pièces ou documents aux agents du fisc, auto-

(1) X. DELOUVRIER, Th. Paris, 1918 ; SALVAT, Th. Toulouse, 1907.

risés à y puiser les renseignements qui leur sont nécessaires pour l'application de certains impôts » (1).

§ 1. — *Notions générales sur le droit de communication.*

Les assujettis sont tenus de mettre à la disposition des agents du fisc, dans le local même où ils se trouvent, certains documents comptables (Cass. 4 mai 1885 : S., 86, 1, 81; D^t, 17 juillet 1857, art. 9; Code dev. Val. mob., art. 87, § 1^{er}; Amiens, 11 août 1842 : J. E., 13069, § 1^{er}).

Les agents du fisc n'ont pas à pénétrer d'office dans les archives et bureaux pour rechercher les dossiers; ils demandent simplement à consulter certains documents que les banques sont tenues de faire rechercher (Rouen, 8 juillet 1880 : J. E., 21450; Cass., 4 mai 1885 : S., 86, 1, 81) et de présenter aux agents dans un local convenable.

Le droit de communication comporte celui de prendre copie des documents (décret 17 juillet 1857, art. 9; C. Val. mob., art. 84; Cass., 27 mars 1901, S., 02, 1, 53).

Ces copies établies par les agents de l'administration ne font preuve ni de l'existence, ni du contenu des documents. (Note Wahl, sous Cass., 27 mars 1901, S., 1902, 1, 53).

Sauf cas particuliers, les agents du fisc n'ont pas le

(1) G. VINCENT, *Traité technique et pratique de droit fiscal bancaire*, Paris, 1929.

droit d'inscrire des mentions ou d'apposer des visas sur les documents consultés. Ils n'ont pas non plus à indiquer les motifs de leur demande de communication (Seine, 20 déc. 1902, R. P. E., 10641).

L'administration recommande aux vérificateurs d'apporter dans l'utilisation du droit de contrôle toute la modération compatible avec les intérêts du Trésor (Rep. quest. 12788 de M. Marquet, député; *J. O.*, 4 août 1927).

La communication ne peut être exigée que des représentants légaux des banques (directeurs et gérants au siège social; directeur local ou agent principal dans les agences ou succursales).

L'administration ne peut demander communication que de documents dont l'existence est certaine. La preuve de cette existence put être faite au moyen des écritures de la banque (Cass., 18 mars 1889, S., 90, 1, 230) ou d'un jugement visant les documents (Seine, 28 déc. 1888, R. P. E., 7203); au moyen de la déclaration de la banque en refusant la communication (Lyon, 9 mars 1894; *J. E.*, 24367) au moyen de présomptions (Cass., 14 mai 1889, S., 90, 1, 274).

Les banques ne doivent présenter que les documents existants, à l'exclusion des documents détruits (Cass., 22 déc. 1879, S., 80, 1, 226) et ceux égarés ou remis à des tiers, des opérations qui n'ont pas été constatées par écrit, même si cette formalité était obligatoire (Alençon, 21 août 1877, *J. E.* 20581).

§ 2. — *Etendue du droit de communication
dans les banques.*

L'article 32 de la loi du 4 avril 1926 accorde aux représentants de l'administration un droit de communication très étendu. Le § 3 de l'article 89 du Code des Valeurs mobilières s'exprime ainsi qu'il suit : « Les pouvoirs appartenant aux agents de l'enregistrement par application de la législation en vigueur, à l'égard des sociétés par actions, peuvent être exercés à l'égard de toutes personnes ou de tous établissements exerçant le commerce de banque, en vue du contrôle du paiement des impôts dus tant par ces derniers que par des tiers, »

L'article 29, § 2, alinéa 2 du Code du Timbre est sensiblement conçu de la même façon .

Le droit de communication doit être exercé par des agents commissionnés, ayant prêté serment (receveurs, conservateurs des hypothèques, inspecteurs adjoints, inspecteurs, inspecteurs principaux, directeurs départementaux, et surnuméraires faisant un interim dans les mêmes conditions que l'agent qu'ils remplacent) et à l'intérieur de leur circonscription.

Le droit de décommunication accordé aux agents de l'enregistrement a été étendu aux agents des Contributions directes par le décret du 17 septembre 1926, article 2, qui a réalisé la fusion des deux administrations, mais seulement en ce qui concerne les impôts recouvrés par l'enregistrement.

Les banques doivent présenter les documents que les sociétés par actions sont tenues de communiquer : livres, registres, titres, pièces de dépense, de recette, de comptabilité (Code Val. mob., 87 (1), dans le but de permettre le recouvrement des impôts dus par la banque et aussi par les clients ou correspondants.

SECTION II

Titres et sommes déposés dépendant d'une succession (2).

L'Etat à notre époque s'il n'a pu jusqu'à présent se faire considérer comme « héritier » n'en est pas moins « partie prenante » dans toute succession. En cette matière, comme en bien d'autres, les exigences exorbitantes du fisc ont amené des fraudes de la part des successibles quant à la consistance de la succession.

Pour lutter contre ces fraudes, l'Etat s'est pourvu de tout un arsenal de lois.

§ 1. — *Cas du coffre-fort loué* (3).

Les textes concernant l'ouverture des coffres-forts loués en cas de décès sont les suivants :

a) Articles 13, 174 à 176, 196 à 199, 246 et 315,

§ 2, n° 26 du Code de l'Enregistrement. Ces textes

(1) G. VINCENT, *Rev. des Soc.*, mai 1928.

(2) PLANIOL et RIPERT, *Droit civil*, t. IV., p. 293 et s.

(3) G. VINCENT, *op. cit.*, p. 269.

sont applicables en Algérie (1) et dans les départements du Bas-Rhin, du Haut-Rhin et de la Moselle (2).

b) La convention franco-monégasque du 26 juin 1925 (3), qui prévoit la transmission au directeur de l'enregistrement de Nice d'une copie de l'inventaire des coffres-forts loués ou des cassettes et plis cachetés déposés dans les établissements de crédit de la principauté et dressé au décès du titulaire, quand il est domicilié ou résidant habituellement en France.

Cette réglementation, qui a pour but de faire connaître à l'administration le contenu des coffres-forts loués, plis cachetés et cassettes fermées, remis en dépôt à un banquier, ne s'applique qu'aux personnes se livrant habituellement à ces opérations (Code Enreg., art. 174, § 1^{er}, art. 176 et 199).

L'article 174 du Code de l'Enregistrement est ainsi conçu :

« Toute personne ou Société qui se livre habituellement à la location des coffres-forts ou des compartiments de coffres-forts doit :

1° En faire la déclaration au Bureau de l'Enregistrement de sa résidence et, s'il y a lieu, à celui de chacune de ses succursales ou agences louant des coffres-forts;

2° Tenir un répertoire alphabétique, non sujet au timbre, présentant avec mention des pièces justificatives produites, les noms, prénoms, profession, domicile et résidence réels de tous les occupants de coffres-forts et le numéro du coffre-fort loué;

(1) D. 29 déc. 1919 et 28 sept. 1924.

(2) D. 5 avril 1921.

(3) D. 20 oct. 1925.

3° Inscrire sur un registre ou carnet établi sur papier non timbré, avec indication de la date et de l'heure auxquelles elle se présentent, les noms, adresses et qualités de toutes les personnes qui veulent procéder à l'ouverture d'un coffre-fort et exiger que ces personnes apposent leur signature sur le dit registre ou carnet. Lorsque la personne qui voudra ouvrir le coffre-fort n'en sera pas personnellement ni exclusivement locataire, cette signature sera apposée sous une formule certifiant qu'elle n'a pas connaissance du décès soit du locataire ou de l'un des co-locataires du coffre-fort, soit du conjoint non séparé de corps de ce locataire ou co-locataire.

4° Représenter et communiquer lesdits répertoires, registres ou carnets à toutes demandes des agents de l'administration de l'Enregistrement.

Toute infraction aux dispositions de l'article qui précède est punie d'une amende de 180 à 9.000 francs. »

Le refus de communication est passible d'une amende de 1.800 à 18.000 francs, en outre de la condamnation à une astreinte de 100 francs au minimum par jour de retard à représenter les documents (C. Enregist. 175).

L'article 196 du Code de l'Enregistrement édicte les prescriptions suivantes en ce qui concerne l'ouverture des coffres-forts après décès :

« Aucun coffre ou compartiment de coffre tenu en location ne peut être ouvert par qui que ce soit après le décès, soit du locataire ou de l'un des locataires, soit de son conjoint, s'il n'y a pas entre eux séparation de corps, qu'en présence d'un notaire requis à cet effet par tous les ayants droit à la succession ou du notaire désigné par le président du Tribunal Civil en cas de désaccord et sur la demande de l'un des ayants droit. Le procès verbal constate l'ouverture du coffre-fort et contient l'énumération com-

plète et détaillée de tous les titres sommes ou objets qui y sont contenus. Avis des lieux, jour et heure de l'ouverture sera sous les sanctions prévues à l'art. 198 donné par le notaire trois jours francs à l'avance, par lettre recommandée, avec accusé de réception, au directeur départemental de l'Enregistrement pour qu'un de ses agents puisse y être présent. »

Ce texte est applicable quelle que soit la nationalité du locataire; l'exception à l'interdiction d'ouverture après le décès ne saurait s'appliquer en cas de séparation de biens (Ord. référé, Seine, 2 mai 1925; R. E., 8286; J. E., 32898).

La sanction de ces règles est ainsi formulée par l'article 198 du Code de l'Enregistrement :

« Toute personne qui, ayant connaissance du décès, soit du locataire ou de l'un des locataires, soit du conjoint de ce locataire ou co-locataire, s'il n'y a pas entre eux séparation de corps, aura ouvert ou fait ouvrir le coffre-fort sans observer les prescriptions de l'art. 196, est tenue personnellement des droits de mutation par décès et des pénalités exigibles en raison des sommes, titres ou objets contenus dans le coffre-fort sauf son recours contre le redevable de ces droits et pénalités, s'il y a lieu, et sera, en outre, passible d'une amende de 180 à 18.000 francs.

L'héritier, légataire ou donataire, est tenu au paiement de cette amende solidairement avec la personne ou les personnes citées au paragraphe précédent, s'il omet dans sa déclaration les dits titres sommes ou objets.

Le bailleur du coffre-fort qui a laissé ouvrir celui-ci hors de la présence du notaire est, s'il avait connaissance du décès, tenu, personnellement de la même obligation et passible également d'une amende de 180 à 18.000 francs.

L'action contre le banquier qui a laissé procéder à l'ouverture irrégulière d'un coffre-fort se prescrit par

5 ans, à dater du jour de l'ouverture (art. 246, C. Enr.).

Signalons que l'article 197 du Code de l'Enregistrement crée une présomption de co-propriété, à défaut de preuve contraire et seulement pour la perception des droits, pour les sommes, titres ou objets trouvés dans un coffre-fort loué conjointement à plusieurs personnes. En cas de succession, chacun des co-locataires est présumé propriétaire pour une part virile.

§ 2. — *Titres, sommes ou valeurs directement confiés à une banque.*

L'article 205 du Code de l'Enregistrement est ainsi conçu :

« Les administrations publiques, les sociétés ou compagnies, agents de change, changeurs banquiers, escompteurs, officiers publics ou ministériels ou agents d'affaires qui sont dépositaires, détenteurs ou débiteurs de titres, sommes ou valeurs dépendant d'une succession qu'ils sauraient ouverte, doivent adresser, soit avant le paiement, la remise ou le transfert, soit dans la quinzaine qui suivra les opérations, au directeur de l'Enregistrement du département de leur résidence, la liste de ces titres, sommes et valeurs. Il en est donné récépissé.

Ces listes sont établies sur des formules imprimées, délivrées sans frais par l'administration de l'enregistrement.

... Quiconque a contrevenu aux dispositions du présent article est personnellement tenu des droits et pénalités exigibles, sauf recours contre le redevable et passible, en outre, d'une amende de 900 francs. »

L'article 206 étend ces dispositions aux sociétés, compagnies ou personnes désignées à l'article 205 dé-

positaires, détentrices ou débitrices de titres, sommes ou valeurs dépendant d'une succession qu'elles sauraient ouverte et dévolue à un ou plusieurs héritiers, légataires ou donataires ayant à l'étranger leur domicile de fait et de droit, alors même qu'il s'agirait du conjoint survivant ou d'un successible en ligne directe.

Ces dispositions sont applicables à tous les banquiers (1) et atteignent tout dépôt, toute détention de valeur, toute dette quelle qu'en soit la cause.

Il faut que les titres, sommes ou valeurs aient été déposées au nom de la personne décédée. Le dépôt fait en son nom par un mari n'entraîne pas, en cas de décès de sa femme commune, d'obligation à la charge du détenteur, ainsi que le dépôt fait par une société en nom collectif, en cas de décès d'un associé.

La liste des sommes, titres ou valeurs établie sur formule imprimée, remise gratuitement par l'administration, doit être adressée soit avant le paiement, la remise ou le transfert, soit dans la quinzaine qui suivra ces opérations au directeur de l'enregistrement du département de la résidence du banquier.

En ce qui concerne les titres nominatifs, il semble qu'il n'y ait pas lieu de les comprendre sur la liste si le certificat prévu par l'article 203, alinéa 2, a été produit. L'article 203 décide en effet que le transfert ou la mutation au grand livre de la dette publique

(1) *Contra* WAHL qui, en contradiction avec la majorité des auteurs soutient que les coulissiers ne sont pas tenus de l'obligation édictée par l'art. 205 (*Traité du régime fiscal des sociétés et des valeurs mobilières*, t. I., n° 680 et p. 325, n. 3).

d'une inscription de rente, provenant de titulaires décédés ou déclarés absents, ne peut être effectuée que sur la présentation d'un certificat délivré sans frais par le receveur de l'enregistrement, constatant l'acquittement du droit de mutation par décès. Il en sera de même pour les transferts ou conversions de titres nominatifs des sociétés, départements, communes et établissements publics.

Le banquier ne sera tenu de se soumettre aux obligations du Code que s'il a eu connaissance du décès. L'administration admet que la connaissance ne peut résulter que du fait que pour obtenir la remise, le paiement ou le transfert des titres, sommes ou valeurs, l'intéressé aura dû invoquer sa qualité d'héritier ou se prévaloir du décès à l'exclusion de toute connaissance résultant de la notoriété publique ou d'une information indirecte (1).

En général, les banquiers, pour l'envoi des listes, s'en tiendront au délai de quinzaine, et s'abstiendront de le faire avant le payement, la remise ou le transfert, afin d'éviter toute critique de leurs clients.

L'administration précise que la liste ne doit contenir que les titres qui font l'objet d'une opération, demandée au détenteur, par les héritiers, à l'exclusion des autres titres détenus pour le défunt (Inst. n° 3051) ; il n'y a pas lieu d'indiquer les numéros des titres (Instr. n° 3056).

L'article 205, dernier alinéa, prévoit que, outre

(1) Instruct. 30 mars 1901, n° 3051 ; *Rev. notariat*, 10,7,30.

l'obligation de payer, sauf recours contre le redevable, les droits et pénalités exigibles, les contrevenants encourrent une amende de 900 francs. C'est à l'administration qu'il incombe de faire la preuve de la contravention.

En ce qui concerne les comptes joints, l'article 207 du Code Enregistrement est ainsi conçu :

Les dépositaires doivent, dans les trois mois au plus tard de l'ouverture d'un compte indivis ou collectif avec solidarité, faire connaître au directeur de l'Enregistrement du département de leur résidence, les nom, prénoms et domicile de chacun des déposants, ainsi que la date de l'ouverture du compte, sous peine d'une amende de 900 à 9.000 francs.

Ils doivent, de plus, dans la quinzaine de la notification, qui leur sera faite par l'administration de l'Enregistrement, du décès de l'un des déposants et sous la sanction édictée par le dernier alinéa de l'art. 205, adresser au directeur de l'Enregistrement de leur résidence, la liste des titres, sommes ou valeurs existant, au jour du décès, au crédit des cotitulaires du compte.

Les obligations imposées par l'article 207 ne s'appliquent pas aux succursales étrangères des banques établies en France (1).

(1) G. VINCENT, *op. cit.*, p. 284.

SECTION III

**Impôt sur le revenu des valeurs mobilières étrangères
non soumises au régime de l'abonnement
et Fonds d'Etats étrangers (1).**

Nous savons qu'il faut distinguer au point de vue fiscal, parmi les titres étrangers, les valeurs abonnées qui paient les mêmes taxes que les valeurs françaises et les valeurs non abonnées, dont nous allons étudier rapidement le statut fiscal, en ce qui concerne les obligations du banquier.

Le régime des valeurs mobilières étrangères s'applique :

1° Aux actions, parts de fondateurs, parts d'intérêts, commandites, obligations et emprunts de toute nature des sociétés, compagnies, corporations, villes, provinces étrangères, ainsi que tout autre établissement public étranger qui ne sont pas soumis à des droits et taxes équivalents à ceux qui sont établis sur les valeurs mobilières françaises (Code Val. mob., art. 60).

2° Aux titres de rente, emprunts et autres effets publics des gouvernements étrangers (même texte).

3° Aux séries spéciales d'obligations émises à l'étranger par les compagnies de chemin de fer français d'intérêt général et l'administration des chemins de fer de l'Etat (Code Val. mob., art. 124, § 1, arrêtés des 11 sept. 1920 et 4 août 1922).

(1) G. VINCENT, *op. cit.*, p. 28.

4° Aux séries spéciales d'obligations émises à l'étranger par les sociétés, compagnies ou entreprises françaises depuis le 11 novembre 1918 jusqu'au 31 décembre 1928, sous réserve de l'autorisation du ministre des Finances (art. 125, Code des val. mob.).

Le taux de l'impôt est de 18 % (loi du 26 av. 1930).

La retenue de cet impôt est opérée par le banquier qui effectue le paiement des intérêts, arrérages ou tous autres produits (Code des val. mob., art. 60). Tout individu ou collectivité faisant commerce de recueillir, encaisser, payer ou acheter des coupons, chèques ou tous autres instruments de crédit, créés pour le paiement des dividendes, intérêts, arrérages ou produits quelconques des titres ou valeurs non abonnés, a l'obligation d'en faire la déclaration au bureau de l'Enregistrement de sa résidence dans les conditions précisées par l'article 1^{er} du décret du 21 juin 1914 (art. 61, C. des val. mob.).

Il ne doit faire aucun encaissement de la nature de ceux énumérés à l'article 61, sans opérer immédiatement la retenue de l'impôt ou sans en faire l'avance si, par suite de contrats existants, l'impôt est à la charge de l'émetteur du titre, à moins qu'il ne leur soit justifié que cette retenue a déjà été effectuée par un précédent intermédiaire (C. val. mob., art. 61, § 2).

Toute personne demandant le paiement de coupons doit déposer un bordereau daté, rédigé dans les formes prescrites par l'article 3 du décret du 21 juin 1914, qui ne porte ni le nom, ni la signature, ni l'adresse de celui qui le dépose (Code val. mob., art. 62, § 1).

Les banquiers et tous autres individus ou collectivités payeurs de coupons de valeurs étrangères non abonnées doivent tenir deux répertoires, en papier non timbré, cotés et paraphés, sur lesquels ils inscrivent au jour le jour, sans blanc ni interligne, toute opération de paiement ou de négociation de coupons, chèques ou autres instruments de crédit sujets à la retenue de l'impôt (Code val. mob., art. 62, § 4). Sur l'un, appelé registre de paiement, ils inscrivent les opérations ayant donné lieu, de la part des assujettis, à une retenue ou à une avance de l'impôt, et celles faites sur production d'un *affidavit* par la personne qui a demandé le paiement. Sur l'autre, appelé registre de négociation ou transmission, ils notent :

a) Les transmissions ultérieures des coupons sur lesquels l'impôt a été prélevé ou avancé par un précédent intermédiaire;

b) Les coupons dont le paiement a donné lieu à la production d'un *affidavit* au précédent intermédiaire, dans le cas où il s'agit d'une transmission à l'établissement chargé du service financier des titres auxquels ils se rapportent. (D. du 21 juin 1914, art. 8.)

Un extrait de chacun des registres est déposé dans les premiers dix jours de chaque mois au bureau de l'Enregistrement où la déclaration a été souscrite et l'impôt acquitté.

La taxe doit être calculée sur la valeur brute du coupon traduite en monnaie française au cours du jour du paiement (D^t. 21 juin 1914, art. 3, 4°; 8, 4°;

et 17, 5°). Les cours des monnaies qui ne sont pas officiellement cotées en France est déterminé par l'évaluation des parties. (Décis. minist. Fin., 9 nov. 1928; R. E. 8892.)

L'article 64 du Code des valeurs mobilières prévoient des contraventions et pénalités rigoureuses contre les banquiers ne se conformant pas aux prescriptions légales. Les procès-verbaux peuvent être dressés par les agents de l'Enregistrement, les officiers de police judiciaire, les agents de la force publique, ceux des contributions directes, des contributions indirectes et des douanes. Ils donnent lieu à des poursuites correctionnelles engagées à la requête de l'administration de l'Enregistrement et punies d'une amende de 1.000 à 10.000 francs, indépendamment d'une amende égale au quintuple des sommes dont le Trésor a été privé. Les articles 59 et 60 du Code pénal sont applicables à quiconque aura tiré ou tenté de tirer un profit quelconque de la contravention commise. (L. du 16 avril 1930, art. 36.)

TITRE IV

Extension du contrat de gestion de portefeuille.

Dans le contrat de gestion de portefeuille nous avons vu que le banquier gérant ne pouvait accomplir que des actes d'administration, à l'exclusion de tout acte de maîtrise. Il est cependant des cas où le banquier sera amené à effectuer des actes de maîtrise, soit que ceux-ci lui soient imposés par les circonstances, soit que le contrat intervenu entre lui et son client lui en donne l'autorisation.

CHAPITRE 1

LA GESTION D'AFFAIRES

Il y a des hypothèses dans lesquelles l'exécution d'un acte de maîtrise apparaîtra au banquier comme nécessaire. Le capitaliste, son client, est absent de son lieu de résidence habituel et il est impossible de l'atteindre dans un bref délai ou bien des circonstances exceptionnelles, telles que la guerre, ne permettent pas de l'aviser d'un péril grave qui menace une partie de son portefeuille ou d'une opération intéressante à réaliser dans le plus bref délai.

Le banquier agira alors *proprio motu* sans en avoir reçu l'ordre de son client. Il deviendra gérant d'affaires.

Dans ce cas, il convient d'appliquer les règles édictées par le Code civil dans les articles 1372 et suivants.

Le gérant est tenu de continuer la gestion commencée et même de l'achever. Il est soumis à toutes les obligations qui résulteraient pour lui d'un mandat exprès.

Le maître dont l'affaire a été bien administrée doit exécuter « les engagements que le gérant a contractés en son nom, l'indemniser de tous les engagements personnels qu'il a pris et lui rembourser toutes les dépenses utiles ou nécessaires qu'il a faites (art. 1375, C. civ.).

Il est à remarquer que le maître n'est obligé par les actes du gérant qu'autant que ceux-ci ont été utiles; disposition d'une importance considérable qui constitue la garantie du maître contre l'intrusion inopportune d'un tiers dans ses affaires. L'utilité de l'opération effectuée sera appréciée en cas de conflit par le tribunal.

CHAPITRE II

LA GESTION COMPLÈTE DU PORTEFEUILLE EST CONFIEE A DES INDIVIDUS OU DES COLLECTIVITÉS

Il est des capitalistes qui n'hésitent pas à confier à des tiers le maniement absolu de leur portefeuille de valeurs mobilières. Alléchés par des promesses leur laissant espérer des gains aussi rapides que considérables, ils se préparent parfois des réveils infiniment douloureux.

La première forme du contrat de gestion de portefeuille étendu, la plus courante, est celle qui consiste à confier à un intermédiaire une somme d'argent que celui-ci fera fructifier à la Bourse. La spéculation est le but immédiat d'une telle pratique. Elle a rarement donné de bons résultats. Le gérant, praticien de petite envergure, se contentera de jouer la tendance, le renseignement qu'il a entendu chuchoter sur les marches de la Bourse et qui n'est plus, par la volonté de ceux qui en ont déjà profité, qu'un secret de polichinelle.

La deuxième forme consiste à confier à certains établissements spécialisés la gérance de son portefeuille. Dans ce cas, les garanties offertes au capitaliste peuvent être moins précaires.

Enfin, on peut citer un système intermédiaire appliqué par certains établissements financiers et qui consiste non plus à opérer pour le compte du capitaliste mais simplement à le guider dans ses opérations.

Nous dirons rapidement quelques mots de chacune de ces pratiques.

SECTION I

Les Remisiers.

Il est, à la Bourse de Paris, certains intermédiaires qui pratiquent la gestion de portefeuille dans sa forme la plus étendue; ce sont les remisiers. Trait d'union entre les charges d'agent de change, les coulissiers et la clientèle, le remisier est, dans le cas général, le guide du client, rôle que ne saurait remplir l'agent de change qui, en principe, doit se contenter d'exécuter, bon ou mauvais, l'ordre qui lui est passé.

La rémunération du remisier consiste en une « remise » qui lui est consentie sur les courtages qu'il apporte dans la maison à laquelle il est attaché.

Il passe les ordres de ses clients, en surveille la bonne exécution, vérifie les comptes, donne sans responsabilité les renseignements financiers qui lui sont

demandés. Dans ce domaine l'utilité du remisier est incontestable et il rend, grâce aux relations qu'il possède dans les charges d'agent de change et dans les maisons de coulisse, de très grands services aux capitalistes désirant spéculer.

On peut aussi confier utilement au remisier des ordres à appréciation qu'il fera exécuter au moment jugé par lui favorable.

Mais il peut être dangereux pour le capitaliste de permettre à un remisier de la compétence duquel il n'est pas certain, de l'engager au comptant ou à terme sur n'importe quelle valeur. En fait, cependant, il n'est pas rare de voir certains de ces intermédiaires disposer de sommes considérables, à eux confiés par des capitalistes dans le but de les employer à la Bourse.

SECTION II

La gestion du portefeuille par certaines banques spécialisées.

Il est des établissements financiers qui ont créé des services spécialisés dans la gestion complète du portefeuille de valeurs mobilières.

À la base de leur organisation se trouve un service d'étude chargé de suivre l'activité économique et financière internationale en général et d'examiner certaines valeurs en particulier.

Les achats effectués pour un client ne peuvent dé-

passer les disponibilités de son compte. Ils sont répartis sur différentes valeurs cotées sans qu'il soit jamais investi plus de 10 % du capital en gestion dans une même affaire.

La banque adresse au client un avis des opérations effectuées pour son compte. A date fixe un relevé faisant ressortir les résultats de la gestion est adressé au capitaliste. Les titres sont évalués à leur cours d'achat ou au cours du jour si celui est plus faible. Si des pertes sont ainsi constatées, des prélèvements sont faits sur les revenus et mis en réserve pour amortir la dépréciation du portefeuille.

La rémunération de la banque peut consister en un prélèvement sur les bénéfices effectivement distribués (10 % par exemple), non compris le montant des coupons dont le compte a pu être crédité.

La banque fixe généralement une somme (50.000 fr. par exemple) à partir de laquelle elle accepte des comptes de gestion. La remise peut lui être faite en titres ou en espèces.

Telles sont quelques-unes des principales modalités du contrat pouvant lier une banque et un capitaliste en vue de la gestion complète du portefeuille.

Malheureusement nous ne possédons, en France, que très peu d'établissements financiers de premier ordre s'adonnant à de telles opérations.

SECTION III

**Etablissements financiers guidant le capitaliste
dans le choix de ses placements (1).**

Un autre système est pratiqué par d'autres établissements financiers. L'un d'eux procède ainsi qu'il suit:

Société anonyme, il gère un portefeuille type de valeurs mobilières et se tient à la disposition de ses actionnaires (le capital ne comprend que des actions nominatives) pour leur fournir tous renseignements financiers et toutes directives utiles à la gestion de leur portefeuille dont ils conservent le libre maniement. De plus la société assure la garde et l'administration des valeurs mobilières de ses adhérents comme le ferait un banquier ordinaire.

Quand la société prend pour elle une participation, elle en informe ses actionnaires qui bénéficient des conditions de faveur qui peuvent lui être consenties lors d'une émission ou d'une augmentation de capital.

Il y a là une méthode de gestion fort intéressante qui, tout en laissant au capitaliste la disposition de sa fortune, lui permet d'être déchargé de tout souci matériel de gestion et de se procurer tous renseignements financiers utiles lui permettant d'éviter les fausses manœuvres dues à son incompetence.

(1) Union syndicale financière.



Au cours de l'étude que nous venons de faire de la gérance du portefeuille par les banques, ces établissements nous sont apparus comme susceptibles de rendre au capitaliste d'éminents services en ce qui concerne la simple administration de son portefeuille. Dans le cas du contrat de dépôt proprement dit comme dans celui du contrat de gestion de portefeuille, la banque sera un intermédiaire qui déchargera le capitaliste de bon nombre de soucis.

Cependant il est un problème grave, celui de la composition du portefeuille, du choix des valeurs, qui n'est généralement pas résolu d'une façon satisfaisante. Les établissements de crédit sont trop souvent intéressés à conseiller l'achat de titres qu'ils se sont chargés d'écouler dans le public.

Les méthodes employées par les maisons spécialisées dans la gestion complète du portefeuille sont encore peu connues des capitalistes et il leur faut, pour s'acclimater dans le public, la consécration de longues années de succès.

Nous devons donc rechercher ailleurs un système qui pourrait, dès à présent, donner à la foule des capitalistes toute sécurité dans le choix et l'administration de ses placements.

La technique financière moderne a imaginé de confier à certains organismes la gestion d'importants por-

tefeuilles. C'est cette gestion collective que nous allons maintenant étudier dans ses grandes lignes. Elle va nous fournir avec les trusts de placement la méthode la plus efficace et la plus sûre de gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières.

TROISIÈME PARTIE

De la gérance en commun des portefeuilles ⁽¹⁾.

(1) L. JANIN, *Les Sociétés de participation au point de vue économique*, Thèse Paris, 1928; Maurice GÉGOUT, *Filiales et groupements de Sociétés* Thèse Paris 1929.

La technique financière moderne a imaginé des formes nouvelles de gestion des capitaux mobiliers qui présentent pour le capitaliste le plus haut intérêt parce qu'elles permettent de résoudre très heureusement certains problèmes importants que soulève la question des placements en valeurs mobilières.

Parmi les divers types d'organisation financière répondant à ce but et que la pratique ne différencie pas toujours d'une façon absolument précise sous les noms d'Omnium, Holding, Investment Compagnie, Investment Trust... il existe trois catégories de sociétés dont l'objet commun est la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières, mais dont la zone d'action est différente, suivant l'objet que se sont fixés leurs fondateurs.

Nous les appellerons en français :

- a) Sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères;
- b) Sociétés de contrôle;
- c) Trust ou Sociétés de placement.

Toutes trois elles appliquent la méthode que l'économiste Robert Liefmann (1) a appelée « La méthode

(1) Robert LIEFMANN, *Beteiligungs und Finanzierungsgesellschaften*, 4^e édit., Iena, 1923 ; *Les formes d'entreprises* (traduit de la 2^e édition

de la substitution des titres ». Elles offrent en effet au public leurs propres titres sous la forme d'actions ou même d'obligations et se constituent un portefeuille de valeurs mobilières qu'elles administrent.

Elles sont des intermédiaires entre le capitaliste qui fournit les capitaux et les entreprises qui les font fructifier, intermédiaires qui présentent l'avantage certain de constituer une puissance financière importante tant pour la masse des capitaux qui est à leur disposition que par les connaissances techniques et les moyens de documentation de leurs dirigeants.

Si ces trois types de sociétés présentent des points communs, ils se différencient par des activités sociales sensiblement différentes.

Les sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères « réunissent, en vue d'assurer les droits des porteurs français, les actions ou obligations d'une ou plusieurs sociétés étrangères et délivrent en représentation de ces actions ou obligations des titres spéciaux négociables ou transmissibles » (1). Il n'en existe qu'une en France : la Société de gestion des intérêts miniers et industriels français (2).

Les sociétés de contrôle ont pour objet d'investir les capitaux dont elles disposent dans des entreprises industrielles. Elles s'efforcent, grâce à l'importance de

allemande par H. HERTZ et LOUSSERT), Paris, 1924 ; *German industrial organization since the world war* (*Quarterly Journal of Economics*, 1925 ; KARTELLE, *Konzerne und Trust*, 1927.

(1) Paul CHEMINAIS, *Sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères*, Thèse Paris, 1927.

(2) Filiale de l'Union des Mines.

leurs participations, d'exercer sur les sociétés auxquelles elles s'intéressent, une influence directe leur permettant de coordonner, dans un but commun, leurs efforts industriels et commerciaux. Les sociétés de contrôle investissent généralement leurs capitaux dans des entreprises de nature semblable ou complémentaire.

Quant aux trusts ou sociétés de placement, ce sont « des institutions qui associent, au moyen de l'émission de leurs propres titres, les ressources financières d'un grand nombre de personnes dans l'unique but d'assurer à la masse de capital ainsi formée — et dans des conditions meilleures que ne pourrait le faire pour sa part chacun des associés isolément — un emploi sûr et profitable :

« a) par le placement des fonds recueillis dans des valeurs mobilières judicieusement choisies et diversifiées, en observant une répartition rigoureuse des risques et en évitant de prendre le contrôle d'aucune affaire;

« b) par une gestion prudente et une surveillance attentive du portefeuille, de telle manière que l'on puisse escompter des capitaux investis: 1° un intérêt élevé; 2° une sécurité moyenne satisfaisante; 3° des plus-values appréciables » (1).

De ces trois types de société, celui qui intéresse tout particulièrement le capitaliste, c'est le trust ou société de placement. Nous allons lui consacrer la troisième partie de cette étude.

(1) J. DE LANDER, *Les Investment Trusts*, Thèse Paris, 1929.

CHAPITRE I

GÉNÉRALITÉS SUR LES TRUSTS OU SOCIÉTÉS DE PLACEMENT

Devant l'extrême diversité, le nombre considérable des titres se traitant sur les grands marchés internationaux, le capitaliste même averti éprouve quelques difficultés à constituer un portefeuille présentant la plus grande sécurité et le rendement le meilleur.

La gestion rationnelle de ce portefeuille, la détermination du moment opportun pour vendre ou acheter, la conduite à tenir devant des événements politiques ou économiques susceptibles d'influencer largement le marché sont autant de questions auxquelles le capitaliste a parfois quelque peine à trouver une solution.

D'ailleurs, serait-il suffisamment averti et assez riche pour effectuer les placements les meilleurs qui soient, pour les diversifier convenablement, qu'il n'aura pas toujours les loisirs nécessaires pour surveiller minutieusement son portefeuille.

Le capitaliste, d'autre part, est souvent dans l'impossibilité de posséder dans les milieux financiers internationaux des relations suffisantes pour être informé en temps utile de l'opportunité des placements ou de certaines réalisations urgentes (1).

Les trusts (2) ou sociétés de placement, les Investment trusts comme les appellent les Anglo-Saxons, nous paraissent susceptibles d'apporter à ces graves problèmes la plus heureuse solution.

M. Christian Lazard énumère ainsi qu'il suit les avantages des trusts de placement(3) :

« A notre avis, l'avantage essentiel que le trust de placement procure à ses actionnaires est l'extrême division des risques. Cette division est pratiquement impossible à réaliser par le petit capitaliste isolé. Le trust de placement constitue pour lui une véritable assurance contre la perte.

« En effet, une action d'un trust représente une parcelle d'un grand nombre de bonnes valeurs réparties entre les principales branches de l'activité humaine dans les principaux pays du monde : il s'ensuit évidemment que la valeur moyenne de ce titre est à l'abri de fluctuations violentes.

« Mais le trust de placement offre encore à ses actionnaires d'autres avantages que nous pouvons à peu près résumer comme suit :

« Le choix des placements est fait par des hommes

(1) V. M. WIN WALTER BROCK, *Lloyds Bank Review*, nov. 1930.

(2) Le mot *Trust* est français. V. *Larousse* : Truste ou trustis.

(3) Christian LAZARD, *Revue d'écon. polit.*, n° 2, 1929.

mieux informés que la moyenne des capitalistes, presque toujours absorbés par les devoirs de leur profession.

« Les gérants sont mieux placés que des particuliers pour pouvoir saisir l'occasion de réaliser un bénéfice ou de sortir d'une valeur en évitant une perte.

« Représentant des capitaux importants, ils sont en situation d'obtenir des renseignements sérieux et précis en s'adressant directement aux administrateurs des sociétés.

« Quand le trust a pris une certaine extension, les établissements qui font des émissions prennent l'habitude de leur proposer des titres que le trust peut ainsi acquérir, s'il le désire, dans de meilleures conditions que les particuliers.

« Le trust achetant et vendant des valeurs d'une façon presque continue arrive à égaliser à peu près la moyenne de ses prix d'achat et de vente, tandis que le capitaliste isolé risque toujours, en passant un ordre, d'être exécuté au plus haut quand il achète, au plus bas quand il vend.

« Les frais de commission sont réduits au minimum pour les trust qui opèrent « en gros ».

« Le trust décharge le capitaliste de toutes les formalités ennuyeuses qu'exige la gestion d'un portefeuille, comme par exemple :

« Toucher des dividendes pour quelques titres isolés;

« Signer et envoyer des pouvoirs;

« Surveiller les émissions nouvelles et décider s'il y a lieu ou non d'exercer les droits de souscription.

« Au cas de vente de ces droits, le trust qui en détient un grand nombre obtiendra généralement un meilleur prix que les particuliers.

« En cas de succession, il sera plus simple de déclarer une valeur unique qu'un grand nombre de valeurs diverses.

« Enfin, les bonnes valeurs de trust ont, en général, un marché très large et il est toujours facile de s'en débarrasser si l'on a besoin d'argent.

« Cet ensemble d'avantages matériels justifieraient déjà largement l'existence des trusts de placement. On peut cependant leur reconnaître en outre des avantages sociaux très appréciables, puisqu'ils ont pour effet de détourner les petits capitalistes de la fâcheuse tendance à la spéculation et de les protéger contre les dangereux « tuyaux » qui leur sont prodigués par les écumeurs de l'épargne. »

La formule de l'Investment trust, véritable coopérative de placement, paraît donc être le meilleur système imaginé à ce jour pour rendre aisée et productive la gestion des fortunes mobilières.

Expérimentés sur une vaste échelle en Angleterre et en Ecosse depuis de longues années, les trusts de placement ont donné des résultats tout à fait remarquables.

Les Etats Unis d'Amérique, après la guerre, se sont efforcés d'adopter les formules anglo-écossaises au tem-

pérément et au goût spéculatif de leurs nationaux; le succès a, en général, couronné les efforts de leurs financiers.

Les autres pays ont fait des trusts de placement une expérience beaucoup moins large. En France, en particulier, les quelques trusts de placement qui existent sont de création toute récente et leur fonctionnement est considérablement gêné par la législation fiscale.

C'est donc aux Etats-Unis d'Amérique et surtout en Angleterre, qu'il convient d'aller étudier les divers procédés pratiques mis en œuvre pour la réalisation des trusts de placement.

Il est fort regrettable que de telles institutions ne se soient pas développées en France au cours du XIX^e siècle. L'épargne française qui, avant la guerre s'investissait en valeur à revenu fixe à peu près exclusivement et qui a perdu depuis 1914, des milliards de francs or aurait traversé la tourmente de toute autre façon si elle avait eu en portefeuille des titres émis pour de bonnes sociétés de placement.

CHAPITRE II

LES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT ANGLAISES ET ÉCOSAISES ⁽¹⁾

C'est en Grande Bretagne que sont nés les *investment trusts* et qu'ils ont atteint leur forme la plus perfectionnée.

SECTION I

Aperçu historique.

On admet que le *Foreign and Colonial Government Trust* est le premier organisme financier qui, aux environs de 1868, ait dégagé les principes fondamentaux qui doivent diriger la politique des Sociétés de placement : répartition des participations sur un grand nombre de valeurs différentes, mise en réserve d'une partie des bénéfices pour amortir le capital engagé.

(1) V. J. DE LANDER, *op. cit.*, qui a réuni une importante documentation sur les *Investment Trusts* britanniques et américains.

Ce ne sera cependant qu'en 1888 et 1889, que cette formule triomphera définitivement et qu'elle servira de base à la création de nombreux investment trusts. (15 en 1888, 19 en 1889.)

En 1890, le célèbre Krack Baring amena une chute brutale des cours à la Bourse de Londres et porta de ce fait aux Investment Trusts (ils étaient alors 55), un coup violent, faisant subir à leur portefeuille des pertes très sérieuses. La perte moyenne dépassa 30 %.

La convalescence après une telle crise fut longue. Lentement les anciennes Sociétés pansèrent leurs blessures et elles étaient devenues, à la veille de la grande guerre, un élément des plus importants du marché britannique.

Pendant la guerre, tout en souscrivant largement aux emprunts du Gouvernement anglais, les Investment Trusts mirent à sa disposition leurs valeurs américaines. Leurs titres baissent en bourse jusqu'en 1921, et ne cessent ensuite de remonter. De nouvelles Sociétés se créent et le public réserve à leurs émissions le meilleur accueil. Il en existe aujourd'hui 150, représentant 30 milliards de francs de capitaux. Les émissions totales des Sociétés de placement se montent en 1928 à 31.450.000 de livres sterling, dépassant celles de 1926 et 1927 réunies.

Ajoutons que les titres des Sociétés de placement anciennes sont maintenant à peu près introuvables sur le marché anglais, leurs propriétaires ne voulant les céder qu'à des prix très élevés.

SECTION II

Objet et organisation financière.

L'objet des Investment Trusts britanniques tel qu'il est déterminé par leurs statuts est très vaste :

Exercer l'activité d'une Société de placement et de finance en toutes parties du monde;

Former une ou plusieurs Sociétés de placement ou de finance;

Garantir, négocier, souscrire à l'émission de valeurs mobilières;

Agir comme mandataire dans toutes sortes d'affaires;

Etablir, tirer, accepter, endosser, escompter du papier commercial;

Se procurer des fonds par l'emprunt;

Remplir les fonctions de trustee..., etc.

Leur capital action se compose d'actions ordinaires et d'actions de préférence. Les actions ordinaires (ordinary ou deferred) représentent seules de véritables parts d'associés avec droit de vote. C'est à elles que reviennent les bénéfices après paiement des charges financières et des frais généraux. Leur rendement est très variable suivant la qualité de la Société (3 à 7 % des cours cotés en Bourse).

Les actions de préférence ont généralement aussi un droit de vote, mais leur rémunération ne consiste qu'en un intérêt fixe et cumulatif. Elles jouissent d'au-

tre part d'un privilège pour le remboursement à la dissolution de la Société. Dans certains trusts il est stipulé que le capital de préférence ne pourra pas dépasser une certaine proportion du capital ordinaire.

Les statuts des Investment Trust britanniques limitent généralement leur faculté d'émettre des obligations au total ou seulement à une partie du capital social. La loi anglaise permet aux sociétés d'emprunter en perpétuel ou en amortissable. Les Sociétés de placement anglaises n'ont pas manqué d'utiliser largement, pendant les périodes d'argent bon marché, cette faculté d'émettre des emprunts perpétuels.

L'Industrial and General Trust, un des modèles du genre, gère un portefeuille de 6 millions de livres sterling divisé en :

1.750.000 livres sterling d'actions ordinaires;
1.750.000 livres sterling d'actions de préférence;
2.500.000 livres sterling d'obligations dont 1.594.000 livres sterling à 4 % et 906.000 à 3,5 %.

SECTION III

La composition du portefeuille.

La direction des Investment Trust est investie par les statuts de pouvoirs très larges en ce qui concerne l'emploi à donner aux ressources sociales. Dans certaines Sociétés seulement son initiative est limitée par l'obligation de ne placer qu'une certaine fraction (3 à

10 %) de l'actif social dans une même affaire. Cependant, habiles et prudents administrateurs, les dirigeants des trusts britanniques ont su conduire leurs Sociétés à travers, mille embûches, à leur prospérité actuelle. Ils ont, pour atteindre ce résultat, appliqué les grands principes qui doivent être à la base de toute gestion de portefeuille :

1° Division des risques au point de vue géographique, industriel et financier ;

2° Sélection des valeurs ;

3° Constitution de réserves.

En 1928, la répartition géographique des placements de 25 grands trusts anglais était la suivante :

	en 0/0
Grande-Bretagne	34,4
Empire britannique	10,7
U. S. A.	10,5
Argentine	10,1
Autres pays Amérique du Sud	10,2
Mexique et Amérique Centrale	3,4
Europe	15,8
Asie et Afrique	4,2
Divers	0,7

Il est à remarquer que les placements en Grande Bretagne atteignent à peine un tiers des placements totaux. Cela tient à ce que les dirigeants des Investment Trusts connaissant la situation difficile dans laquelle se trouve depuis quelques années l'industrie britannique ont préféré diriger la plus grande partie de leurs placements vers des emplois plus profitables.

La répartition industrielle varie quantitativement dans chaque société mais partout elle est scrupuleusement observée.

La répartition industrielle de l'Industrial and General Trust est la suivante :

	en 0/0
Valeurs industrielles	54,63
Chemins de fer étrangers	16,43
Banques et Sociétés Financières	10,53
Valeurs d'Etat ou de Municipalité	8,86
Chemins de fer métropolitains et coloniaux.	5,07
Tramways et omnibus	2,02
Propriétés immobilières	1,85
Transports maritimes	0,61

Voici celle de l'Investment Trust Corporation :

	en 0/0
Fonds d'Etat britannique	4,4
Chemins de fer et tramways	29,3
Téléph., gaz, élec., serv. publics	15,4
Industrie et Commerce	27,4
Trusts Compagnies	8,6
Fonds d'Etat étrangers ou de municipalité	9,6
Charbon, fer, acier	5,2

Le nombre des valeurs détenues par chaque société est très variable :

398 au British Investor. Trust.

680 au Mercantile Inv. Trust.

142 au Canadian and Foreign Inv. Trust.

La répartition financière n'est pas moins poussée.

L'Industrial and General Trust a réparti ses investissements de la façon suivante :

	en 0/0
Obligations, bons, valeurs garanties	35,57
Actions de préférence	19,76
Actions ordinaires	44,67

Le Scottish and Southern Counties Inv. Trust :

Obligations, bons	34,36
Actions de préférence	22,07
Actions ordinaires	43,57

La sélection des valeurs retient tout particulièrement l'attention des dirigeants. En 1917, s'est fondé un organisme d'étude appelé le British Trust Association Ltd. dont les Investment Trust sont actionnaires et qui a pour objet de les renseigner sur les affaires intéressantes et l'opportunité des placements.

SECTION IV

Méthode d'administration.

Les mouvements à l'intérieur des portefeuilles des Sociétés de placement sont assez fréquents. Chaque fois qu'ils en ont l'occasion, les dirigeants s'efforcent de réaliser des bénéfices par la vente de certains titres.

Ces bénéfices sur réalisation de portefeuille sont toujours portés aux réserves et ne sont jamais distribués aux actionnaires. Les réserves sont également renforcées chaque année par un prélèvement sur les intérêts et dividendes des valeurs en portefeuille. D'après le

Financial Times (1), les réserves de 30 grands trusts anglais atteignent en 1929-1930, 59,81 % du capital ordinaire contre 57,68 %, pour l'exercice 1928-1929 et celles de 24 trusts écossais 128,28 % contre 117,04 % pour l'exercice 1928-1929.

En 1929, les différents fonds de réserve de l'Industrial and General Trust s'élevaient à 1.150.000 livres sterling.

Les sommes distribuées aux actions ordinaires (2), à titre de dividende ont été en 1928-1929, pour 30 trusts anglais de 10,18 % du capital nominal et pour 24 trusts écossais de 12,67 %. Le Mercantile Investment Trust a distribué en 1929 un dividende de 16 % sur le nominal des actions ordinaires, l'Industrial 17 1/2, le British 21, l'Alliance Trust 25.

La proportion des sommes affectées au paiement des dividendes et de celles mises en réserve a été pour la période 1928-1929 pour 30 trusts anglais de 75 % aux dividendes et 25 % aux réserves et pour 24 trusts écossais 72 % aux dividendes et 28 % aux réserves.

Les frais d'exploitation des Investment trust britanniques sont remarquablement faibles. Ils atteignent en moyenne 0,50 % du capital actions et obligations. A l'Industrial, le salaire des gérants est de 15.000 livres sterling et les autres frais généraux s'élèvent à 27.700 livres sterling, en tout 42.700 livres, soit 0,71 %

(1) 7 juillet, 14 août, 17 septembre 1930.

(2) Il n'y a pas lieu de tenir compte des sommes distribuées aux actions de préférence qui sont de véritables obligations et dont le service rentre dans les charges financières.

du capital total, ce qui est considéré comme un pourcentage extrêmement élevé pour un investment trust britannique.

« Cette modicité des frais généraux, fait remarquer M. Christian Lazard, est précisément l'une des caractéristiques les plus remarquables des Investment Trusts anglais, et elle ne nuit en rien à l'excellente administration du portefeuille. Un bureau très simple au cœur de la cité, une dizaine d'employés en dehors du directeur gérant et de son adjoint, il n'en faut pas davantage pour manœuvrer un capital qui dépasse largement le milliard, car plusieurs trusts affiliés à l'Industrial sont gérés par ce même personnel. »

La question de savoir si les Investment Trusts devaient ou non publier leur portefeuille a été l'objet dans le Royaume-Uni de longues controverses. Certains pensent qu'il ne convient pas de divulguer une liste de valeurs soigneusement et minutieusement établie. D'autres au contraire estiment qu'une société de placement doit être une maison de verre. A l'heure actuelle, si l'on peut constater des tendances contradictoires chez les dirigeants de trusts anglais, ceux des trusts écossais les plus importants ne publient pas leur portefeuille.

L'évaluation du portefeuille a dans un Investment Trust une importance considérable. Suivant qu'elle sera faite de telle ou telle façon, au cours d'achat ou au cours du jour de fin d'exercice la physionomie du bilan sera différente. Généralement, le portefeuille est

estimé au bilan à son cours d'achat ou au-dessous si les cours en bourse sont plus bas.

Dans le cas où une perte est constatée, lorsque la valeur actuelle du portefeuille est inférieure à son prix d'achat la société de placement peut-elle distribuer des dividendes ou doit-elle affecter ses revenus et bénéfices à l'amortissement de la dépréciation de son capital? Cette question évoquée devant les tribunaux a fait l'objet de jugements qui ont autorisé dans ce cas l'Investment Trust à distribuer un dividende. Ces sociétés n'achètent pas des titres en vue de les revendre, mais surtout pour effectuer un placement. Dès lors, s'il reste un bénéfice une fois soldées toutes les dépenses sociales, il peut être distribué aux actionnaires.

SECTION V

Les investment trusts et les crises.

Il est intéressant de se demander comment les Investment Trusts anglais supportent la crise économique actuelle, et d'une façon générale quel peut être leur rôle en cas de crise.

La tenue des sociétés de placements anglaises au cours de la crise actuelle a été remarquable. Sans parler des anciennes sociétés, dont la solidité est à l'abri de toute épreuve (1), il faut remarquer que les

(1) L'Industrial a maintenu son dividende en 1930 et légèrement augmenté la somme portée aux réserves.

portefeuilles des trusts constitués depuis la guerre ont dans l'ensemble fort bien résisté.

Voici, extraite du journal *The Economist* (1), du 25 octobre 1930, la situation la plus récente de quelques sociétés britanniques :

SOCIÉTÉS	GROUPE	DATE DU COMPTE RENDU.	MONTANT du porte- feuille	MOINS-VALUE du porte-feuille
Atlas Elect. and General	Sir G. H. Touche	31 mars	En liv. st. 6.276.563	% pas de moins-value
Mid European	Hambro	31 juillet	2.730.439	—
City and International.	L. H. Klek	31 août	1.831.383	13 45
Second Edinburgh	Lawrie and Ker	30 sept.	1.661.783	% pas de moins-value
Second American	Shepherd and Wederburn	31 août	1.486.333	10 47
Southern Stockholders.	Lake View	15 sept.	1.252.884	15 16
Capital and National.	Robert Flemnig	15 juillet	985.501	5 09
London and Strathclyde	Graham Rintoul	31 août	953.552	16 34
London Irish	M. C. Harman	15 juillet	554.109	56 6
City and Foreign	Lord St-Davids	31 août	531.988	13 7
London and Overseas..	—	15 oct.	471.726	11 2
Staveley Trust	J. D. Marks.	31 mars	325.000	8 0

A l'exception de la « London Irish », créée en 1926, la dépréciation du portefeuille de la plupart des sociétés est des plus modérée, étant donné l'acuité de la crise actuelle (2).

D'une façon plus générale, les sociétés de placement britanniques sont-elles susceptible en période de crise de jouer un rôle bienfaisant sur le marché? Cela paraît certain. Le but recherché par les trusts anglo-écossais est la sécurité et le bon rendement des place-

(1) Cité par Gaël FAIN, *Inf. Fin.*, 29 nov. 1930.

(2) En 1929-1930, 25 trusts créés de 1923 à 1928 ont réalisé un revenu de 5.68 % contre 5.03 % en 1928-1929. Les frais d'administration n'ont pas dépassé en moyenne 0.38 % du capital-actions et obligations. *Inf. Fin.*, 24 sept. 1930.

ments. Les moyens adoptés pour réaliser ce but sont la dispersion et le choix judicieux des investissements, la constitution de réserves importantes. Une crise boursière même grave ne saurait influencer dans des proportions sensibles le rendement du portefeuille et le dividende, car les plus-values réalisées par ventes de titres ne sont jamais distribuées. D'autre part, à supposer que le revenu des titres baisse notablement l'ampleur des réserves liquides doit permettre de parer à toute éventualité. Ces réserves en particulier permettent de profiter de toute réaction profonde et passagère de certaines valeurs de qualité pour effectuer d'importants achats, ce qui ne peut que freiner la baisse et empêcher l'effondrement des cours. Par contre, en période de hausse boursière, les sociétés de placement auront tendance à vendre certains de leurs titres pour se créer des disponibilités.

On peut donc affirmer que les Investment trusts du type anglo-écossais sont des organes régulateurs du marché, vendant en période de hausse spéculative, achetant au contraire dans les moments de dépression.

Le rôle des sociétés de placement britanniques a été dans l'ensemble des plus bienfaisants. Au cours d'une expérience qui n'a pas duré moins d'un demi-siècle leurs actionnaires n'ont eu qu'à se louer de leur avoir accordé leur confiance. Ce fait qu'il est difficile à l'heure actuelle de se procurer des actions des grands trusts anciens prouve en quelle estime ils sont tenus par le public.

CHAPITRE III

LES INVESTMENT TRUSTS AUX ETATS-UNIS D'AMERIQUE

Avant 1914 les Investment Trusts sont pratiquement inconnus aux Etats-Unis. La prospérité inouïe qu'a connue ce pays du fait de la guerre, l'augmentation considérable du patrimoine des particuliers qui en est résultée, ont amené les financiers à créer des organismes chargés d'orienter ces épargnes vers des placements en valeurs mobilières.

Les premières sociétés créées dans ce but avaient en vue des investissements de capitaux à l'étranger. Elles étaient plutôt des organismes de financement que des organismes de placement.

Parmi celles-ci on peut citer :

L'American International Corporation (1915),
L'American Foreign Securities Compagny (1916),
La Foreign Trade Financing Corporation (1919),
La Foreign Bond and Share Corporation (1919).
L'Overseas Securities Corporation (1920) adopta

une politique assez voisine de celle des sociétés de placement.

Ces organismes ont, en éduquant le public américain, préparé la voie aux Investment Trusts.

A partir de 1921 apparaissent de véritables sociétés de placement. Ce sont l'International Securities Trust of America (1921), l'Eastern Bankers Corporation (1922), le Bond Investment Trust (1923), etc.

En 1924, les Etats-Unis d'Amérique comptent dix-huit Investment Trusts.

A partir de 1926, on assiste à une floraison remarquable de sociétés de placement. Les formules employées sont très variables : dans les unes les dirigeants ont tous pouvoirs, dans d'autres des limitations statutaires très strictes brident leur initiative. Tous les procédés sont expérimentés.

Les pouvoirs publics alertés s'efforcent de trouver, sans y parvenir d'ailleurs, une législation permettant d'éliminer les sociétés douteuses.

Le succès auprès du public est tel qu'on trouve acheteur pour n'importe quel titre d'Investment trust.

Le tableau suivant extrait du livre de Mr J. F. Fowler, J^r, sur les Investment Trusts montre la progression des sociétés de placement aux Etats-Unis.

ANNÉES	NOMBRE DE TRUST DE PLACEMENT ORGANISÉS	EXISTANTS A LA FIN DE LA MÊME PÉRIODE	CAPITAL ENGAGÉ EN 1.000 DOLLARS
1899-1923	18	15	15.000
1924	17	27	75.000
1925	26	48	150.000
1926	26	69	300.000
1927	91	150	700.000
1928 (6 mois)	49	199	1.200.000

En 1929, le capital confié aux Investment Trusts a dépassé 3 milliards et demi de dollars (1).

Nous allons rapidement passer en revue les différents procédés qui ont été mis en œuvre par les sociétés de placement américaines.

SECTION PREMIÈRE

Les investment trusts du type « general management ».

Ces sociétés ont adopté la formule des Investment Trusts anglo-écossais. Leur place est importante parmi les sociétés de placement américaines. On estime qu'elles représentent 75 % des capitaux investis dans les sociétés de placement aux Etats-Unis.

Leurs fondateurs peuvent être rangés en quatre catégories différentes (2) :

1° Les techniciens de direction d'Investment Trusts (American Founders Corporation et son groupe) ;

(1) *New York Herald*, 25 octobre 1929.

(2) Enquête de M. Ottinger, Attorney General de l'État de New York, citée par DE LANDER, *op. cit.*, p. 158.

2° Les entreprises de gérance de portefeuille (Parker, Putnan and Nightingale, Scudder, Stevens and Clarke) ;

3° Les Investment Bankers (Banques de placement) et les Issuing Houses (maisons d'émission), (Dillon, Read and C°, Lazard Frères, Brown Brothers, J. Heury Schröder Banking Corporation) ;

4° Les banques commerciales et trusts compagnies (National Shawmut Bank of Boston, Old Colony Trust C°).

Enfin, il faut ajouter les « members » des divers Stock Exchanges Américains.

Le capital des sociétés est divisé en actions ordinaires, actions de préférence et obligations.

Le public souscrit généralement aux titres à revenu fixe et on lui attribue soit à titre de *bonus* (1), soit contre espèces quelques actions ordinaires. Mais la majeure partie de celles-ci restent entre les mains des fondateurs.

La gestion du portefeuille est assurée soit par le Conseil d'administration (s'il s'agit d'une corporation), soit par les Trustees s'il s'agit d'un Common Law Trust

(1) Au « General American Investors », chaque 1.000 dollars d'obligations donne droit à 10 actions ordinaires. Certaines Sociétés émettent des titres composés d'une action ordinaire sans valeur nominale et d'une action de préférence ; par ex., une Société émettra au prix de 75 dollars un titre double ainsi composé : 1 action de préférence convertible de 50 dollars rapportant 3 dollars et remboursable à 52 fr. 50, 1 action ordinaire sans valeur nominale estimée 25 d. L'acheteur, pour 75 dollars recevra 3 dollars, soit 4 % et conservera toutes les chances de plus-values de l'action ordinaire. C. LAZARD, *op. cit.*

soit encore moyennant rémunération par une autre société spécialisée.

Les statuts laissent aux gérants une assez grande initiative. Ceux du Second International Securities Corporation édictent les règles suivantes :

a) Pas de lancement, direction ou financement d'entreprises... mais placement et emploi des fonds en valeurs mobilières facilement négociables;

b) La corporation doit posséder au moins 400 valeurs différentes;

c) Pas plus de 35 % des ressources totales ne pourra être placé dans un pays étranger;

d) Pas plus de 20 % ne pourront être investis au même moment en valeurs émises par des gouvernements, sociétés ou groupements, si ceux-ci ou leurs prédécesseurs n'ont pas été établis au moins 3 ans avant que le placement ne soit effectué;

e) Pas plus de 5 % au même moment dans les valeurs d'une même autorité gouvernementale (excepté les Etats-Unis d'Amérique et l'Angleterre) ou d'une même société de placement, banque ou assurance; pas plus de 3 % dans des valeurs d'une autre provenance;

f) Pas plus de 25 % dans des Institutions bancaires, ou Compagnies d'assurances, ou Sociétés de placement ou Compagnies de chemin de fer.

Pas plus de 12 1/2 % dans une autre branche d'industrie, etc.

g) Les négociations à terme sont strictement prohibées.

Mais d'autres sociétés ne réglementent pas leurs placements de façon aussi stricte, et certaines vont jusqu'à donner à leurs administrateurs une liberté complète dans le choix des placements et des emplois.

La politique de placement est basée sur les principes de la division des risques et des remaniements fréquents du portefeuille.

La dispersion est faite au triple point de vue géographique, industriel et financier.

Il faut noter cependant que certains Investment Trusts de moyenne importance négligent les placements extérieurs.

Au 31 décembre 1928, la répartition géographique de l'American Founders Corporation était la suivante :

	en 0/0
Etats Unis d'Amérique	19.251
Empire Britannique	12.917
Amérique Centrale et du Sud	4.373
Europe Continentale :	
Septentrionale	3.527
Centrale	17.158
Orientale	3.394
Méridionale	4.009
Occidentale	1.023
Japon et autres pays d'Asie	9.390
Caisses et Banques	24.958

Répartition industrielle au 31 décembre 1928 du même American Founders :

	en 0/0
Gouvernements et municipalités	9.449
Transports	3.207
Services d'Utilité Publique	9.188
Entreprises industrielles	15.518
Banques hypothécaires	3.601
Banques ordinaires et Trusts Compagnies.	7.275
Compagnie d'Assurances	0.9
Organisations de placements	9.970
Nitrates	0.735
Pétrole	2.094
Charbon	1.863
Minéraux divers	5.282
Caoutchouc	4.248
American Founders Office Building	1.652
Caisse	24.958

Enfin la répartition financière de la même société
était au 30 novembre 1928 :

	en 0/0
Espèces	24.958
Obligations	21.917
Actions de Préférence	10.274
Actions ordinaires	42.851

A noter que les actions ordinaires représentent
57 % des placements en titres.

Les Investment Trusts américains se différencient
des Sociétés de placement britanniques par ce fait
qu'ils remanient souvent la composition de leur por-
tefeuille, et que la partie la plus importante de leurs
revenus provient de bénéfices sur réalisations de titres.
Cete pratique confère aux sociétés de placement amé-

ricaines un caractère spéculatif que n'ont pas les sociétés anglaises.

A l'American and Scottish Investment C°, le revenu normal est de 48,3 %, alors que les profits sur réalisation s'élèvent à 51,7 %; à l'American European Securities, les chiffres sont de 22,2 % et 77,8 %; à l'Overseas Securities, 21,5 % et 78,5 %.

Les sociétés américaines, à la différence des Trusts anglo-saxons, ne portent pas entièrement les profits sur réalisations de titres aux réserves; ils en distribuent une partie importante. Aussi les réserves sont dans l'ensemble assez peu élevées.

Sur la question de la publicité du portefeuille, les Investment Trusts sont très divisés. Certains le publient intégralement, d'autres ne donnent que quelques indications, d'autres enfin se refusent à donner le moindre renseignement.

Les frais de gestion sont sensiblement plus élevés qu'en Grande-Bretagne. Ils atteignent 0,5 à 1 % du capital total et 5 à 10 % des bénéfices réalisés.

SECTION II

Investment trust du type « Investment Fund »

Ce genre de société est constitué essentiellement par un groupe de participants qui versent certaines sommes dans un fonds. Celui-ci sera géré en commun, par la société fondatrice et par une banque ou Trust C°, qui

est dépositaire des titres et des espèces possédées par le fonds.

Les versements des participants forment le capital, et donnent lieu à l'établissement de certificats qui ne sont pas des titres de substitution, mais représentent uniquement une partie du fonds et un droit aux bénéfices. Ces certificats sont nominatifs. Certains sont transmissibles, d'autres au contraire ne sont que remboursables au gré du porteur à leur valeur liquidative au moment de la demande. Ils ne comportent pas de droit de vote.

Certains Investment Funds ne prennent des participations qu'en actions ordinaires ou en actions de préférence, d'autres en obligations seulement, d'autres enfin en actions et en obligations.

Parfois les gérants sont tenus de ne prendre des participations que sur une liste de valeurs qui ne saurait être modifiée sans que les membres du Trust en soient prévenus.

D'une façon générale, les dirigeants jouissent de la plus grande indépendance et se font déclarer irresponsables de leur gestion par les statuts.

La protection des participants contre l'impéritie des gérants du trust est donc à peu près inexistante.

Les frais de gestion sont prélevés soit sous forme de pourcentage sur le capital du fonds soit sur son bénéfice annuel.

Les bénéfices proviennent soit des dividendes et intérêts du portefeuille, soit des plus-values réalisées par

des ventes de titres. Dans certains cas, tous les bénéfices sont distribués, dans d'autres, une certaine partie est portée aux réserves pour stabiliser le revenu des certificats.

SECTION III

Investment trust du type rigide ou « Bankers Share ».

Leur principe de base est très différent de ceux que nous avons déjà examinés. Un choix de valeurs est fait à la constitution du Trust; les titres sont mis en portefeuille, et durant toute l'existence de la société de placement, ils resteront bloqués dans les coffres d'un banquier dépositaire.

Les valeurs sont acquises par une Banque et réparties en plusieurs lots identiques. Chaque lot donne lieu à l'établissement d'un certain nombre de parts bénéficiaires (Bankers Shares, ou Trustee Shares, ou Investment Trust Shares). Ces parts sont émises sous la forme de certificats au porteur, sans droit de vote.

Le prix d'émission varie chaque jour suivant les fluctuations des cours des titres mis en portefeuille.

Le point le plus important est donc ici le choix des valeurs. L'American Basic Business Shares Corporation a composé ainsi qu'il suit chacun de ses lots. Le nombre d'actions est déterminé par la quote-part que chacune des sociétés sélectionnées représente dans l'activité globale de son compartiment industriel.

Sociétés de chemins de fer

Nombre d'actions

8	Pensylvania Railroad C ^o
5	Louisville and Nashville Railroad C ^o
4	New-York Central Railroad C ^o
4	Illinois Central Railroad C ^o
4	Union Pacific Railroad C ^o
4	Southern Pacific C ^o
3	Southern Railway C ^o
3	Northern Pacific Railway C ^o

Pétroles

8	Standard Oil C ^o (New-Jersey)
8	— (New-York)
4	— of Indiana
4	— of California
3	Vacuum oil C ^o

Entreprises de Services publics

8	American Telephone and Telegraph C ^o
5	Western Union Telegraph C ^o
4	Pullman, Inc
4	General Electric C ^o
3	Westinghouse Electric C ^o

Valeurs industrielles

20	American Radiator and Standard Sanitary Corporation
10	Du Pont (E I) de Nemours and C ^o
8	International Harvester C ^o
7	United States Steel Corporation
6	Timken Roller Bearing C ^o

5	Ingersoll Rand C ^o
5	United Shoe Machinery Corporation
5	American Can C ^o
3	American Tobacco C ^o (classe B)
3	Otis Elevator C ^o
3	National Biscuit
2	F. W Woolworth C ^o

Tous ces titres sont des valeurs de premier ordre ne présentant aucun élément spéculatif. Il est à remarquer que dans cette répartition, il n'y a ni dispersion géographique (tous les titres sont américains), ni dispersion financière (tous les titres sont des actions ordinaires).

C'est là une constatation que l'on peut faire pour tous les Trusts du type rigide qui mettent en pratique la théorie d'après laquelle les placements en actions ordinaires sont préférables à tous autres, quand il s'agit d'investissements à très long terme (1).

Le nombre des valeurs choisies est peu élevé; il ne dépasse généralement pas trente.

Quelques rares sociétés admettent que si la bonne tenue d'une valeur donne des inquiétudes, le titre peut être vendu et les fonds remployés dans une autre valeur faisant partie de la liste.

Les dividendes sont répartis aux porteurs de certificats. Cependant, certaines sociétés, dans le but de stabiliser le dividende, constituent des réserves par

(1) M. Kenneth S. VAN STRUM, *Investing in Purchasing Power*; M. Edgar Lawrence SMITH, *Common stocks as long term Investment*; Irving FISCHER, cités par J. de LANDER, *op. cit.*

prélèvement sur le revenu du portefeuille. Quand il y a des droits de souscription, ils sont réalisés et portés en bénéfice.

On estime que les frais de constitution et de gestion n'excèdent pas à l'heure actuelle 10 % du prix des valeurs déposées. Ces dépenses sont couvertes une fois pour toutes et leur montant incorporé aux prix d'émission.

Les parts bénéficiaires de Trusts rigides sont négociées sur le marché libre. Il est prévu dans le contrat de constitution que le porteur d'un lot complet de parts bénéficiaires peut en demander l'échange contre les valeurs déposées plus sa part dans la réserve, s'il en existe, et dans les dividendes accumulés.

L'investissement rigide est la contribution tout à fait originale apportée par l'Amérique à la théorie des sociétés de placement. En l'espace de quelques années, il s'est fondé 14 sociétés employant cette méthode. Le montant total des certificats souscrits par le public dépasse le milliard de francs.

SECTION IV

Investment trust du type semi-rigide ou Limited management.

Cette formule est un compromis entre les procédés employés par les Trusts rigides et les Investment Funds.

Quand le trust est constitué, ses promoteurs ne bâ-

tissent pas pour de longues années; ils réservent à leur sagacité et à leur activité journalière une part qui sera d'ailleurs strictement limitée par des dispositions statutaires sévères.

A la base, nous trouvons un contrat entre les promoteurs et une banque de dépôt. Des lots identiques de valeurs sont constitués et des parts représentatives sont créées que l'on écoulera dans le public. La durée du contrat est en moyenne de 20 ans; mais la date de dissolution peut être prorogée, afin d'éviter une liquidation en période de dépression.

Le prix d'émission des certificats, ne comportant pas de droit de vote, varie de 10 à 30 dollars.

A la constitution du trust une liste de placements particulièrement bien choisis est dressée. Son contenu est variable suivant le but que l'on se propose. Ce sont tantôt des valeurs très diverses, actions et obligations émises par des entreprises poursuivant des buts différents, tantôt au contraire le trust présente un assemblage de valeurs (actions ordinaires) se rapportant au même groupe industriel (Banque, Assurances, Pétrole, etc., etc.).

A cette liste primitive de valeurs, les fondateurs se réservent le droit d'apporter les modifications utiles sans toutefois pouvoir dépasser certaines limites tracées par les statuts.

Le « Trust Agreement » des Common Stock Trust Shares, série A, dispose en substance que des changements au portefeuille primitif ne peuvent être effectués « que si les dividendes ou le principal de ces

titres paraissent en danger, ou si, par leur vente, un bénéfice échoit au trust »; toutefois, les proportions suivantes devront être respectées dans ces mutations :

— Pas plus de 3 % dans les titres d'une même société;

— Aucun titre ne peut être acquis en remploi s'il a une cote inférieure à B au Moody (1);

— Pas plus de 10 % dans des affaires ayant une cote inférieure à Ba au Moody;

— Pas plus de 50 % ayant une cote inférieure à Baa;

— Pas moins de 20 % en valeurs cotées A ou mieux;

— Pas plus de 12 % dans la même industrie, sauf dans les chemins de fer ou les entreprises de services publics, où le pourcentage maximum sera de 20 %;

— Les titres achetés en remploi devront avoir payé un dividende dans les 6 mois précédents ou être cotés à New York, Boston ou Chicago;

— Toutes les substitutions s'appliqueront à tous les blocs déposés de façon à leur conserver la même composition;

— Les projets de substitution seront soumis au préalable à la banque dépositaire;

(1) Les cotes du Moody sont les suivantes :

Aaa = Placements de tout 1^{er} ordre. Pas d'act. ord. dans cette catégorie.

Aa = Actions ordinaires de Société de 1^{er} ordre.

A = Actions ordinaires distribuant des dividendes réguliers.

Baa = Bons résultats, élément spéculatif négligeable.

Ba = Affaire sérieuse, mais quelque peu spéculative.

B, Caa, Ca, C = Affaires spéculatives.

— Les participants seront prévenus tous les 3 mois des changements effectués.

D'autres combinaisons sont employées, telle celle qui consiste à dresser à côté de la liste primitive une liste de réserve dans laquelle les promoteurs devront puiser en cas de substitution, ou bien celle qui permet de substituer tous les 6 mois sur la liste de réserve trois nouvelles valeurs à celles déjà inscrites, afin de maintenir la deuxième liste en harmonie avec les circonstances économiques.

Certains trusts semi-rigides constituent des réserves avec les plus-values réalisées.

Les bénéfices distribuables sont mis semestriellement à la disposition des porteurs de certificats.

Les droits de souscription sont vendus et viennent grossir les revenus normaux; les dividendes distribués en titres sont capitalisés.

Les dépenses d'organisation et de gestion peuvent être récupérées une fois pour toutes au moment de la vente des certificats (10 % environ de leur prix), ou bien chaque année un certain pourcentage est prélevé sur les bénéfices réalisés.

Les certificats se traitent sur le marché libre. Chaque porteur de la totalité des certificats d'un bloc peut obtenir la remise des titres et des espèces lui revenant.

SECTION V

Investment trusts américains et crises boursières.

Les Investments Trusts américains se distinguent dans l'ensemble des sociétés de placement anglo-écossaises, par ce fait que les bénéfices sur réalisations de titres sont presque entièrement distribués aux actionnaires au lieu d'être portés à une réserve. Ces bénéfices sont d'ailleurs en période de prospérité boursière supérieurs aux revenus normaux du portefeuille.

L'Investment Trust américain est donc un spéculateur qui ne saurait se désintéresser des fluctuations boursières. Il doit profiter d'une hausse pour vendre ses participations, d'une baisse pour les racheter. A l'approche d'une crise susceptible d'immobiliser pour une longue période son portefeuille, car il ne saurait vendre à perte, il est tenté de se dégager rapidement. Il vend et ses réalisations massives pèsent de tout leur poids sur les cours qui s'effondrent.

C'est ce qui s'est produit à la bourse de New York en octobre 1929. Le 15 octobre, au Congrès de l'Investment Bankers Association of America, qui réunissait un grand nombre de dirigeants d'Investment Trusts, les divers orateurs qui prirent la parole firent allusion à la probabilité d'une crise. Leurs auditeurs ne manquèrent pas de mettre à profit semblables avertissements et les ventes auxquelles ils ont procédé ont agi comme accélérateur de la crise boursière.

Certes, tous ces administrateurs de société de placement ne pouvaient guère opérer d'une autre façon. Le manque de réserves suffisantes, le peu de liquidités dont la plupart disposaient ne leur aurait pas permis de compenser les pertes subies par des achats avantageux effectués après la chute des cours.

Au contraire donc de la formule anglo-écossaise, qui peut avoir sur le marché un rôle régulateur, à l'approche d'une crise, la formule américaine fait des sociétés de placement des précurseurs et des accélérateurs des kracks boursiers.

Le tableau suivant donnera une idée de l'importance du krack de la bourse de New York à l'automne 1929 d'après des indices publiés par *The New York Times* (1).

	25 VALEURS DE CHEMINS DE FER	25 VALEURS DE SOCIÉTÉS INDUSTRIELLES	50 ACTIONS DIVERSES
Cours du 30 sept. 1929	145.23	435.10	290.24
Cours au 13 nov. 1929	108.73	223.58	166.15
Baisse approximative	25 %	50 %	40 %

SECTION VI

Investment trust américains et réglementation légale.

Les pouvoirs publics n'ont pas manqué de s'apercevoir des dangers que la politique de certains In-

(1) Cité par J. VARANGOT, *Les Sociétés de placement*, Paris, 1930.

vestment trusts pouvait faire courir aux épargnants. Des enquêtes ont eu lieu, parmi lesquelles il faut citer celle de l'Attorney général Ottinger de New York en 1927. Les résultats de cette enquête permirent d'établir une proposition de loi tendant à modifier la législation commerciale de l'Etat de New York, et prévoyant une réglementation des Investment Trusts. Elle fut repoussée par la Chambre des Représentants.

Dans l'Etat de Californie le Commissioner of Corporations, usant de pouvoirs qui lui sont reconnus, a édicté certaines règles auxquelles doivent se soumettre les Investment Trusts de l'Etat :

— Les dirigeants doivent présenter toutes garanties et soumettre au State Commissioner un programme avant toute opération;

— L'activité des Investment Trusts doit se borner à l'achat et la vente dans un but de placement de valeurs mobilières de bonne qualité, à l'exclusion de toute création d'entreprises;

— Les fondateurs devront souscrire au moins 20 % du capital initial. Leur rémunération devra être modérée;

— Les frais d'émission ne devront pas dépasser 10 % de la tranche émise et devront être amortis;

— Les Investment Trusts ne devront pas placer plus de 5 % de leurs fonds dans une même entreprise et elle devra avoir obtenu des résultats depuis trois ans au moins;

— Ils ne pourront emprunter au delà de 50 % de leur actif réalisable;

— Ils devront communiquer deux fois par an au « State Commissioner » leur bilan, et leur compte de profits et pertes, certifiés par un expert-comptable; adresser les mêmes documents à leurs participants et actionnaires en leur faisant connaître la composition du portefeuille;

— La participation à des syndicats boursiers et les opérations à terme leur sont interdites;

— Avant toute distribution de dividendes, ils devront porter 10 % de leurs bénéfices aux réserves, jusqu'à ce que celles-ci s'élèvent à 25 % du capital social.

D'autres Etats ont procédé à des enquêtes. Certains, comme le New Jersey, estiment inutile une législation spéciale; d'autres, au contraire, comme l'Utah et l'Ohio sont partisans de mesures restrictives.

Enfin l'Association des banquiers de placement aux Etats-Unis et l'Association nationale des Commissaires aux valeurs, après des études approfondies, ont proposé quelques suggestions, et établi des règles qu'elles seraient désireuses de voir entrer dans le domaine de la pratique.

CHAPITRE IV

LES TRUSTS OU SOCIÉTÉS DE PLACEMENT EN FRANCE

Jusqu'à ces dernières années, les sociétés de placement sont restées inconnues, en France, du grand public. Notre organisation bancaire (1), où les banques d'affaires et les établissements de crédit jouaient un rôle prédominant et accaparaient en quelque sorte à leur profit le marché des valeurs mobilières, ne comportait pas de place pour les sociétés de placement.

D'autre part, notre législation fiscale mettait à la charge des sociétés de participation des impôts tels qu'ils paralysaient leur développement. A l'heure actuelle, un léger progrès a été réalisé à ce point de vue par la loi du 31 juillet 1920, modifiée par les lois du 30 mars et du 1^{er} août 1929.

Ce n'est qu'en 1925 que fut créée en France l'Union

(1) Germain MARTIN, *Les Finances publiques de la France et la fortune privée*, Paris, 1925 ; DE LANDER, *op. cit.*, p. 322 et s.

Trust, première société de placement française digne de ce nom. Un peu plus tard, la Compagnie française de placement et la Société financière de l'Est voyaient le jour.

SECTION I

La législation fiscale.

Pour favoriser la constitution de sociétés de participation, l'article 27 de la loi du 31 juillet 1920 a édicté les règles suivantes :

« Lorsqu'une société française par actions a reçu en représentation de versements ou d'apports en nature ou en numéraire par elle faits à une autre société par actions, des actions, des obligations ou des parts bénéficiaires nominatives de cette dernière société, les dividendes distribués par la première société sont, pour chaque exercice, exonérés de la taxe du revenu des capitaux mobiliers établie par les lois du 29 juin 1872 (art. 1^{er}) et 29 mars 1914 (art. 31) (1), dans la mesure du produit de ces parts obligations ou actions touché par elle au cours de l'exercice, à la condition que ces parts, obligations ou actions soient restées inscrites au nom de la Société. »

L'article 27 a été modifié par la loi du 30 mars 1929 (art. 25) de la façon suivante :

(1) Art. 48 et 51 du Code des val. mob.

« Lorsqu'une société française par actions a reçu, en représentation de versements ou d'apports en nature ou en numéraire par elle faits, soit à une autre société française par action, soit à une société par actions constituée dans les termes de la loi française et ayant son siège dans un pays de protectorat... » (*J. O.*, 31 mars.)

La loi du 31 juillet 1929 (*J. O.*, 1^{er} août), article 4, a étendu aux sociétés possédant des filiales à l'étranger l'exemption fiscale accordée par la loi de 1920 à celles possédant des filiales en France. « Cette exonération est subordonnée à la justification préalable :

« 1° Que ces titres ont été attribués aux sociétés françaises en représentation de versements ou d'apports en nature ou en numéraire, et sont toujours restés inscrits au nom des dites sociétés;

« 2° Que les dividendes, intérêts et autres produits de ces titres ont acquitté l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. »

Pour profiter de l'exonération fiscale, la société de participation doit donc répondre aux conditions suivantes :

La société de participation et la société à laquelle elle s'intéresse doivent être par action. Une société qui n'est devenue par action qu'à une date postérieure à l'apport prévu par l'article 27 ne saurait se prévaloir des avantages fiscaux accordés par cet article (1).

(1) Cass. Civ. 17 janv. 1929, *J. des Soc.*, 1930, 19.

La société de participation doit être française, mais elle peut s'intéresser à des sociétés étrangères.

Les titres acquis doivent avoir été attribués « en représentation d'apports en nature ou en numéraire », à l'exclusion des titres achetés en Bourse, de ceux souscrits par une société postérieurement absorbée, des titres au porteur possédés depuis l'émission et convertis ensuite au nominatif, des titres acquis d'un syndicat d'émission (1).

L'administration estimait que l'attribution des titres devait résulter d'une souscription aux émissions de constitution de la Société. Cette solution ne s'expliquait pas en particulier pour les obligations qui ne sont jamais émises lors de la formation de la société. Un arrêt de la Chambre civile (2) a rejeté cette prétention et admis d'autre part que l'importance de la participation ne devait pas entrer en ligne de compte (3).

Les titres reçus par la société de participation pourront être des actions, des obligations, des parts bénéficiaires. Il n'est pas nécessaire que le titre soit matériellement créé. Une inscription sur les registres de la deuxième société ou même la constatation qui en est faite par le pacte social suffisent (4).

(1) Solut., 19 janvier 1923, *Tabl. alph.*, Supp. 40 ; Sol., 17 juin 1924 *Tabl. alph.*, Supp. 41.

(2) Civ. 15 juillet 1930, *Gaz. Pal.*, 7 oct. 1930.

(3) V. égal. Trib. civ. Seine, 12 mars 1927, *J. enregist.*, 1927, 247 ; 30 juin 1927, *Prod. Nat.*, 1928, 153 ; 11 oct. 1928, *Rec. Jurid. Soc.*, 1929, 36.

(4) Sol. 30 mars 1923, *Instruct.*, 3788 § 11.

Les titres détenus par la société de participation doivent être nominatifs et être sa propriété sous cette forme dès leur création. Les titres mixtes doivent être assimilés aux titres nominatifs purs et simples.

D'autre part, les titres reçus ne doivent pas être nets d'impôts. L'administration estime en effet que si la société dans laquelle une participation a été prise conserve à sa charge l'impôt afférent aux obligations attribuées à la société participante, celle-ci ne supportera aucun impôt pouvant être considéré comme faisant double emploi avec la taxe applicable aux dividendes qu'elle distribuera à ses actionnaires. Cette solution mérite les plus vives critiques, car il tombe sous le sens que si la société dans laquelle la participation a été prise acquitte directement les taxes, celles-ci ne manqueront pas de venir en déduction des sommes distribuées à la société participante. Dès lors, si on frappe à nouveau ces mêmes sommes quand elles sont distribuées par cette dernière société, l'impôt aura été pratiquement payé deux fois, état de chose que la loi veut éviter.

L'exemption fiscale ne saurait porter que sur les dividendes distribués aux associés de la société participante, actionnaires ou porteurs de parts. Les dividendes ne seront exonérés que dans la mesure exacte des revenus produits par les titres des sociétés dans lesquelles une participation a été prise, et cette exonération sera applicable à la totalité des produits recueillis grâce à la participation. Si une société participante a un revenu total de 250.000 francs, dont $\frac{1}{5}$,

soit 50.000 francs proviennent de ses participations, et si elle ne distribue que 200.000 francs à ses actionnaires, l'exonération s'appliquera à concurrence de la totalité du revenu provenant de la société dans laquelle la participation a été prise (50.000 fr.), et non à concurrence de $1/5$ des sommes distribuées par la société de participation (Inst. 3788, al. 11, 10).

Telles sont les conditions d'application de l'article 27 de la loi du 31 juillet 1920.

Cette disposition législative a quelque peu desserré l'étau fiscal, mais le pas décisif reste encore à faire. La double imposition subsiste dans trop de cas, et nous examinerons plus loin quel devrait être le régime fiscal des sociétés de placement.

Quoiqu'il en soit, des groupes financiers ont créé dans l'état actuel de notre législation des Trusts de placements que nous allons décrire dans les pages qui vont suivre.

SECTION II

L'Union trust.

L'Union Trust a été fondée en 1925. Véritable société de placement, il allie, en une formule heureuse, les procédés anglo-écossais, et une réglementation statutaire sévère, susceptible de donner tous apaisements au public français, quant aux risques d'une gestion par personne.

Aux anglo-écossais, l'Union Trust a pris les pra-

tiques suivantes : division tripartite des placements (géographique, industrielle et financière) ; constitution de réserves puissantes au moyen des plus-values sur réalisation de titres ; évaluation très prudente du portefeuille.

Il a satisfait aux aspirations des épargnants français en limitant strictement les pouvoirs de gestion de son conseil d'administration et en publiant son portefeuille.

Société anonyme, son capital, d'abord de 3 millions, est à l'heure actuelle de 50 millions, divisé en 50.000 actions de 1.000 francs chacune, dont 15.000 actions ordinaires et 35.000 actions privilégiées, jouissant par priorité d'un intérêt cumulatif de 6 %. Il existe 36.000 parts bénéficiaires, ayant droit à 25 % des superdividendes. Il n'y a pas d'obligations, bien que le conseil soit autorisé à en émettre jusqu'à concurrence du capital social. Les actions privilégiées sont cotées à la Bourse de Paris au Parquet.

L'objet de la société est ainsi défini par l'article 3 des statuts :

« La société, dont le but consiste à investir son capital social dans des valeurs cotées de façon à atteindre la sécurité de l'ensemble par la division du risque, a pour but toutes opérations d'achat et de vente de fonds d'Etat, de valeurs mobilières et de titres de toutes espèces, français et étrangers, et d'une manière générale, toutes opérations de bourse et finance se rattachant directement ou indirectement à cet objet.

« Toutefois, ces opérations comportent les restrictions suivantes :

« 1° Le capital de la société sera investi seulement en valeurs cotées;

« 2° Le capital social ne pourra être investi dans une même entreprise que jusqu'à concurrence d'un maximum de 4 % du montant du capital nominal de l'Union Trust;

« 3° La société ne devra jamais consacrer plus de 30 % aux fonds d'Etat français et étrangers, ni plus de 25 % à des obligations ou titres à revenu fixe français ou étrangers;

« 4° Par catégories d'entreprises, la société ne devra jamais consacrer plus de :

10 %	du capital en valeurs	d'Alimentation et Hôtels;
10 %	—	d'Assurances;
10 %	—	de Banques;
10 %	—	de Canaux;
10 %	—	de Caoutchoucs;
5 %	—	de Carrières, ciments et matériaux de construction;
10 %	—	de Chemins de fer et Tramways;
5 %	—	de Comptoirs et Sociétés Commerciales;
10 %	—	Diverses;
10 %	—	de Docks et Eaux;
10 %	—	d'Electricité;
10 %	—	d'Electrochimie;
5 %	—	de Forges et Fonderies;
5 %	—	de Gaz;
10 %	—	de Houillères;
10 %	—	d'industries agricoles;
10 %	—	de Mines Métalliques;

10 %	—	—	de Pétaoles;
5 %	—	—	de Phosphates et Salines;
10 %	—	—	de Ports et Transports;
10 %	—	—	de Produits Chimiques;
10 %	—	—	de Sociétés Foncières et Immo- bilières;
10 %	—	—	de Textiles naturels et artificiels;
10 %	—	—	de Transformation de métaux, Constructions mécaniques et électriques;
10 %	—	—	de Trusts et Sociétés financières;

« 5° La société s'interdit toutes opérations de banque, avances en compte courant, escompte et crédit.

« 6° La société ne participera pas à la direction effective des entreprises et affaires, elle pourra faire partie de conseils d'administration ou de comités de surveillance ou s'y faire représenter. Elle s'interdit toute majorité d'entreprises. »

D'autre part, le rapport du conseil d'administration du 30 octobre 1928 précisait ainsi qu'il suit les buts de la société :

« L'objectif de votre société est la constitution d'un portefeuille susceptible de donner à vos titres un caractère de grande sécurité, tout en leur assurant un rendement intéressant. L'application du principe de la division du risque est le meilleur moyen d'atteindre la sécurité. Il nous sert de base et ceci statutairement pour régler nos achats qui ne s'exercent que sur des valeurs cotées. Si l'estampille officielle de valeur cotée est pour nous nécessaire, puisqu'elle nous garantit la mobilité de notre actif, elle n'est pas suffisante, et ici

interviennent nos méthodes de travail pour fixer notre choix sur les achats à réaliser qui doivent nous conduire avec le temps à la mise définitive en portefeuille d'un ensemble de valeurs représentant à peu près toutes les industries, et à des prix tels que leur rendement soit largement supérieur au rendement des mêmes valeurs prises isolément et au cours du marché.

« En un mot, nos titres doivent représenter une synthèse avantageuse, améliorée, de bonnes valeurs, que ne sait pas ou ne peut pas toujours atteindre dans de bonnes conditions le plus grand nombre de nos actionnaires.

« Nous avons voulu que chacun de nos actionnaires soit en mesure de déterminer par un calcul aisé la valeur intrinsèque de l'action Union Trust. C'est dans ce but que nous avons pris l'initiative de publier intégralement la composition de notre portefeuille... »

La répartition des bénéfices est ainsi fixée par l'article 44 des statuts :

« Les produits nets de la société constatés par l'inventaire annuel, déduction faite des frais généraux, des charges fiscales et de tous amortissements et réserves industriels constituent les bénéfices nets.

« Sur ces bénéfices nets, il est prélevé en premier lieu :

« 5 % pour constituer le fonds de réserve prescrit par la loi. Ce prélèvement cesse d'être obligatoire lorsque le fonds de réserve a atteint une somme égale au dixième du capital social; il reprend son cours si la réserve vient à être entamée.

« En deuxième lieu, la somme nécessaire pour servir aux 35.000 actions privilégiées, et à celles des actions privilégiées qui pourront être créées par la suite, un premier dividende représentant l'intérêt à 6 % du capital versé et non amorti représenté par les dites actions, ce dividende étant cumulatif.

« En troisième lieu, la somme nécessaire pour servir aux 15.000 actions ordinaires, un dividende représentant 6 % des sommes dont les dites actions sont libérées et non amorties sans que, si les bénéfices d'une année ne permettent pas ce paiement, les actionnaires porteurs d'actions ordinaires puissent le réclamer sur les bénéfices des années subséquentes...

« Sur le surplus, il est attribué 10 % au conseil d'administration.

« Sur le solde : 75 % aux actions sans distinction de catégorie, 25 % aux parts bénéficiaires.

« Toutefois, l'assemblée générale pourra, sur la proposition du Conseil d'administration, décider d'attribuer telle portion du dit solde des bénéfices qu'elle avisera pour la constitution de fonds de prévoyance, fonds d'amortissement, réserves extraordinaires, générales ou spéciales, sous quelque dénomination que ce soit, ou même simplement comme report à nouveau... »

Au cours de l'assemblée du 30 octobre 1928, le président et l'administrateur délégué ont été amenés à s'expliquer sur certains points particuliers de leur méthode de gestion.

En ce qui concerne l'évaluation du portefeuille, le

président a fait remarquer que « l'inventaire au 30 juin représente le prix d'achat si ce dernier est inférieur au cours coté le 30 juin et il reproduit le cours coté si celui-ci est inférieur au prix d'achat. Si nous avons réalisé, avec bénéfice, une partie des titres que nous possédons d'une société, le profit obtenu vient diminuer le prix d'achat des titres restant en portefeuille, et c'est à ce prix de revient qu'ils figurent dans le bilan. Je prends un exemple pour confirmer mes explications. Vous avez en portefeuille 1.000 titres d'une société d'électricité. Ces actions viennent d'un achat de droits que nous avons effectué lors de la dernière augmentation de capital, achat qui nous a permis de souscrire 3.000 titres. Nous en avons réalisé ultérieurement, malgré la qualité de cette valeur, 2.000 en Bourse avec bénéfice pour nous permettre d'en conserver 1.000 en portefeuille, inventoriés au prix de revient de 62 francs, alors que le cours actuel est voisin de 300 francs. Le bénéfice réalisé sur les titres vendus a ainsi diminué le prix de revient de ceux restant en portefeuille.

« Si nous avons vendu les mille titres restant, le profit réalisé serait venu augmenter d'autant le compte de profits et pertes... »

D'autre part, l'administrateur délégué a précisé comment procédait la société pour acheter des titres de façon avantageuse : « Les relations que nous avons à titre personnel, soit celles de votre président et de votre administrateur délégué, soit celles de nos autres administrateurs, qui sont en même temps administra-

teurs d'un grand nombre d'affaires industrielles, nous permettent assez facilement, lors des augmentations de capital réalisées par des sociétés qui nous paraissent intéressantes, de pouvoir entrer dans les syndicats de garantie de ces augmentations de capital. Ces syndicats de garantie sont en général fermés pour les particuliers, les parts qu'il faut souscrire étant parfois d'un montant important. Or, chacun le sait, ces syndicats de garantie d'augmentations de capital procurent à leurs membres des avantages qui ne sont pas négligeables : commission de garantie en espèces, souscription au prix d'origine, sans avoir à acquérir de droits, des titres pour lesquels les actionnaires n'ont pas exercé leur faculté de souscription. Suivant la nature de la société, la dispersion de ses titres, le nombre d'actions non souscrites peut être assez important... »

Quant à l'influence des lois fiscales, l'administrateur délégué pense en atténuer considérablement les effets en opérant de la façon suivante : « Il existe une disposition légale qui prévoit pour toutes les sociétés françaises, actionnaires d'une société française (ou étrangère, loi de 1929) à l'origine, c'est-à-dire soit à la création de la société, soit à l'occasion d'une augmentation de capital, lorsque les titres ont été nominatifs dès leur création et n'ont jamais été transférés, la faculté de récupérer sur les impôts qu'elles paient elles-mêmes au fisc le montant de l'impôt acquitté par les sociétés dont elles possèdent les titres, lorsque celles-ci ont payé leur dividende. Par conséquent, toutes les fois que nous mettons des titres en portefeuille par voie de souscrip-

tion à des augmentations de capital, nous avons soin de prendre ces titres nominatifs et nous avons la faculté de bénéficier de cette exemption fiscale... »

Continuant ses explications, l'administrateur délégué a dit au sujet de la publication du portefeuille : « Nous désirons que notre société soit vraiment une maison de verre, et nous croyons intéressant pour nos actionnaires de pouvoir estimer exactement ce que représentent leurs titres ».

En ce qui concerne les moyens d'information financiers de l'Union Trust, « nous avons, ajoute l'administrateur délégué, quelques gros associés; ils ont été choisis parmi des maisons de banque de premier ordre des places étrangères, de sorte que nous avons, on peut le dire, des antennes sur tous les marchés... »

Pour l'exercice 1928-1929, le solde créditeur du compte profits et pertes, déduction faite des frais généraux, est de 3.164.042 fr. 52.

La répartition du portefeuille, au 30 juin 1929, était la suivante :

Fonds d'Etats	Cap. inv. 1,82 %
Obligations	Cap. inv. 2,58 %
Valeurs d'Alimentation et Hôtels	Cap. inv. 1,81 %
— d'Assurances.	
— de Banques	Cap. inv. 8,88 %
— de Canaux	Cap. inv. 0,88 %
— de Caoutchoucs	Cap. inv. 5,59 %
— de Carrieres, Ciments et Matériaux de construction	Cap. inv. 1,18 %
— de chemins de fer et tramways.	Cap. inv. 1,31 %
— de Comptoirs et Sociétés commerciales	Cap. inv. 1,01 %

— Diverses	Cap. inv. 2,87 %
— d'Electricité	Cap. inv. 7,53 %
— d'Electrochimie.....	Cap. inv. 4,32 %
— de Filatures.	
— de Forges et Fonderies	Cap. inv. 3,29 %
— de Gaz	Cap. inv. 0,97 %
— de Houillères	Cap. inv. 0,47 %
— d'industries agricoles	Cap. inv. 0,10 %
— de Mines métalliques	Cap. inv. 5,12 %
— de Phosphates et Salines.	
— de Pétroles	Cap. inv. 5,52 %
— de Ports et Transports	Cap. inv. 3,46 %
— de Produits Chimiques	Cap. inv. 4,80 %
— de Sociétés Foncières et Im- mobilières	Cap. inv. 2,28 %
— de Textiles naturels et artific.	Cap. inv. 2,35 %
— de Transformation de Métaux, Construction Mécaniques et Electriques	Cap. inv. 2,43 %
— de Trusts et Sociétés Finan- cières	Cap. inv. 9,01 %

Le conseil d'administration, à l'assemblée du 25 octobre 1929, ne manque pas de signaler aux actionnaires combien il lui est difficile de distribuer 6 % d'intérêt statutaire; « vous concevez, en effet, lisons-nous dans le rapport, que ce n'est pas une entreprise aisée que de servir un intérêt de 6 % à un capital investi en titres qui, en Bourse, capitalisent pour la plupart entre 1 et 3 %. Nous sommes donc obligés de vous distribuer, pour le moment, une fraction de nos plus-values réalisées de capital et, pour cesser de le faire, il faudra quelques années d'arbitrages heureux, mais chaque opération de ce genre est un pas dans la bonne voie

et nous avons trop le souci de votre sécurité pour ne pas y persévérer ».

A l'assemblée du 18 décembre 1930, le conseil a déclaré un bénéfice de 3.315.060 fr. 65. En raison des dépréciations de portefeuille résultant de la baisse des valeurs depuis le 30 juin 1930 (date d'établissement du bilan), il a été proposé de différer la distribution du dividende dont le montant, conformément aux statuts, sera porté, dans le bilan, au crédit du compte « Actions privilégiées ». Le portefeuille, estimé aux cours les plus défavorables pratiqués récemment, en tenant compte des réserves et des sommes dont le compte Profits et Pertes est crédité, assigne encore à l'action privilégiée une valeur supérieure au pair de 1.000 francs.

SECTION II

Autres Sociétés de placement françaises.

§ 1^{er}. — *Compagnie Française de Placement.*

La Compagnie Française de Placement a été constituée le 30 avril 1928. Société anonyme, d'abord au capital de 100 millions, elle dispose, à l'heure actuelle, d'un capital de 150 millions (Ass. Gén. Ext., 2 sept. 1929), qui peut être porté à 300 millions par simple décision du conseil. Le capital est divisé en 150.000 actions de 1.000 francs, dont 1.500 actions A, nomi-

natives, et 135.000 actions B, nominatives ou au porteur. Les actions A, dont la cession est soumise à l'agrément du conseil d'administration, sont à vote plural (5 voix contre 1 aux actions B). Il existe 30.000 parts de fondateurs. Le conseil est muni de pleins pouvoirs pour contracter des emprunts obligataires ou autres jusqu'à concurrence de la moitié du capital et pour leur conférer une garantie hypothécaire ou autre.

L'objet de la Société est défini par l'article 3 des statuts, est très vaste et englobe toutes les opérations financières imaginables.

L'article 38 fixe ainsi qu'il suit les pouvoirs du conseil d'administration :

« 1. Le conseil a les pouvoirs les plus étendus, sans limitation et sans réserve, pour agir au nom de la Société et faire toutes les opérations relatives à son objet.

» 2 à 44. Suit l'énumération de tous les actes que le conseil peut avoir à accomplir.

» 45. Les pouvoirs conférés au conseil d'administration par le présent article et par d'autres articles sont énonciatifs et non limitatifs de ses droits et ne servent qu'à confirmer le paragraphe 1^{er} du présent article.

» 46. Le pouvoir de décision du Conseil d'administration s'étend à tout ce que la loi ou les présents statuts ne réservent pas à l'assemblée générale. »

L'article 66 stipule :

« Il est dressé chaque semestre un état sommaire

de la situation active et passive de la Société et, au 31 mai de chaque année, un inventaire général de l'actif et du passif. Les actionnaires en obtiennent communication de manière à faciliter leur droit de contrôle conformément à la loi, sans que toutefois ni la Société ni les tiers puissent être exposés à des indiscretions qui leur soient préjudiciables... »

De cet article on peut conclure que la Société ne publie pas son portefeuille.

Les bénéfices sont dégagés et répartis ainsi qu'il suit :

ARTICLE 67

Les produits annuels après déduction faite de toutes les charges sociales et des frais généraux, constituent des bénéfices nets.

Parmi les charges sociales, sont comprises la somme réservée pour faire face à l'amortissement et à l'intérêt de toutes les sommes empruntées sous quelque forme que ce soit et celles que le Conseil jugerait utile de prélever pour constituer des fonds spéciaux de prévoyance, provision ou amortissement destinés à couvrir les risques spéciaux et, plus généralement, assurer la bonne marche des affaires sociales.

Les allocations proportionnelles sous toute forme quelconque et les taxes, impôts ou contributions quelconques, s'imputent sur le bénéfice brut à titre de charges sociales avant calcul du bénéfice net.

ARTICLE 68

Le bénéfice net ainsi établi est employé dans l'ordre suivant :

1° — 5 % ou un vingtième pour la constitution de la réserve légale, jusqu'à concurrence du dixième du capital

social; le prélèvement est alors suspendu, pour être recommencé quand la réserve descend au-dessous de ce dixième.

2° — A moins de report à nouveau que le Conseil peut toujours proposer et que l'Assemblée peut décider :

a) Somme suffisante pour servir à chaque action B, sur le capital libéré et non amorti, une fraction de dividende calculée d'après la moyenne du taux d'escompte de la Banque de France, pendant les 365 jours de l'exercice, majorée d'un point.

b) Sur l'excédent, somme suffisante pour servir à chaque action A, sur le capital libéré et non amorti, une fraction de dividende calculée comme il est dit au paragraphe précédent.

3° — Sur le nouvel excédent, il peut toujours être créé, par prélèvement antérieur à toute distribution, des réserves extraordinaires et des fonds de prévoyance ou d'amortissement, dont une partie peut être affectée à la stabilisation du dividende.

4° — Après ces prélèvements, et sous réserve du report à nouveau qui peut être décidé, il est attribué :

80 % à toutes les actions sans distinction,

10 % au Conseil d'Administration,

10 % aux parts, à raison de 1/30.000 par part, compte tenu, éventuellement, de l'article suivant quant au fonds de rachat des parts.

En cas de rachat partiel des parts, la portion de bénéfices afférente aux parts rachetées sera, suivant décision de l'Assemblée générale, et dans les proportions qu'elle avisera, soit ajoutées aux 80 % revenant aux actions, soit versée au fonds spécial de rachat des parts.

ARTICLE 69

Lorsque l'attribution prévue par l'avant-dernier paragraphe de l'article précédent comportera l'allocation à chaque part d'une somme excédant le double de l'allocation totale de chaque action, l'excédent ne sera pas distribué mais sera versé au fonds spécial en vue du rachat des parts, lequel sera employé comme il est dit à l'article 29.

Le premier exercice social s'est terminé le 31 mai 1929. A l'assemblée générale du 28 novembre 1929, le Conseil, après avoir brossé un tableau sommaire de la situation économique, a ainsi qu'il suit rendu compte de sa politique au cours de l'exercice écoulé :

« En France, votre Conseil avait la possibilité de placer les fonds dont il disposait en actions des grandes entreprises cotées au marché de Paris qui enregistraient, au moment de la création de votre Compagnie, des cours élevés.

« Il a considéré, à ce moment, que des placements importants dans des titres de premier ordre, rapportant quelquefois 1/2 % seulement, conduisaient à la recherche de bénéfices provenant uniquement de plus-values de capital, ce qui, en raison de la situation, lui paraissait comporter des risques qu'il préférait éviter.

« Il s'est donc préoccupé d'opérer un choix de placements en fonction du rendement des entreprises auxquelles il intéressait votre Compagnie.

« A cet égard, les titres à revenu fixe, étant donné les superpositions d'impôts et le prix relativement élevé des obligations devaient être écartés.

« Votre Conseil a donc été amené à suivre une politique consistant en un certain travail financier : concentration, achats d'actions capitalisées moins haut, prises fermes d'augmentations de capital pouvant permettre l'entrée dans différentes industries à des conditions suffisamment rémunératrices.

« Nous avons pu effectuer ce travail dans des con-

ditions très satisfaisantes pour plusieurs affaires industrielles, en particulier des affaires d'électricité, et réussir une importante concentration immobilière par l'intermédiaire d'une Société filiale, la Compagnie Générale de Placements immobiliers, Société anonyme au capital de 50 millions.

« Enfin, votre Société, lors de sa création, a transformé la banque M. Chavannes en Société en commandite simple, au capital de 10 millions de francs, sur lesquels elle souscrivait 9.200.000 francs, c'est-à-dire la presque totalité du capital...

A l'Etranger nous nous sommes préoccupés de trouver ou de renforcer des appuis qui, d'ailleurs, n'avaient pas fait défaut à votre Compagnie dès ses débuts.

« Quelques personnalités et banquiers de première importance avaient bien voulu accepter, à titre de membres de notre Comité consultatif, de nous donner des avis qui nous ont toujours été précieux.

« Néanmoins, notre politique a consisté à augmenter nos relations par la création de véritables associés étrangers, et cette idée s'est matérialisée par la création d'une chaîne de Compagnies de placements, liées par des contrats de participation, dont les premiers éléments ont été une Société anglaise et une Société belge.

« A Londres, l'English and International Trust Ltd était créé, le 2 février 1929, au capital de un million de livres sterling, avec le concours de groupes de premier ordre de la place de Londres qui figurent au Conseil.

« À Bruxelles nous avons participé à la création de la Compagnie Belge et Internationale de placement « Interbel », qui a été fondée au capital de 50 millions de francs belges, le 15 avril 1929...

« En Suisse, les accords passés entre les trois premières Sociétés, c'est-à-dire la Compagnie Française de Placement, l'English and International Trust Ltd et l'Interbel, étaient étendus à la Compagnie continentale de valeurs « Thesaurus », un de nos actionnaires.

« ...Nous restons préoccupés d'étendre cette intéressante méthode à d'autres pays, en particulier aux Etats-Unis d'Amérique, et, à cet effet, nous suivons de très près l'évolution des différents marchés.

« Entre temps, nos placements à l'étranger ne se bornaient pas, d'ailleurs, à nos souscriptions propres dans les deux Compagnies de placement que nous avons contribué à créer.

« Nous avons pris un certain nombre de participations dans le choix desquelles, à l'exemple du travail effectué à Paris, nous avons généralement été dirigés par la recherche d'un rendement d'argent normal, de sorte que votre second exercice a débuté avec un portefeuille français et étranger, dont le rendement est actuellement, sur la base des derniers dividendes distribués, supérieur à 7 %...

« Les titres en portefeuille sont comptabilisés à leur prix de revient. Pour tenir compte des moins-values constatées dans le portefeuille lors de la clôture de l'exercice, nous avons constitué, par « Profits et Per-

tes », une provision pour fluctuation de valeur de titres de 2 millions de francs. D'autre part, les plus-values, dont le montant est important, n'ont pas été comptabilisées...

« Le bénéfice industriel de votre Compagnie, si on ne tient pas compte de la plus-value non comptabilisée du portefeuille, représente, sur le capital effectivement investi pendant l'exercice, lequel a été en moyenne de 70 millions environ, un revenu légèrement supérieur à 7 %... »

Donc deux directives ont inspiré la politique suivie en 1928-1929 : recherche de participations à haut rendement ; entrée en relation avec des groupes financiers étrangers.

A l'assemblée générale ordinaire qui s'est tenue le 28 novembre 1930, les actionnaires ont approuvé les comptes de l'exercice au 30 mai 1930, faisant apparaître une perte de 3.351.752 francs. Déduction faite du report bénéficiaire précédent, la perte ressort à 410.487 francs.

Le rapport fait ressortir que les résultats de ce deuxième exercice social ont été affectés par la crise financière. Cette crise n'a pas épargné la Compagnie Française de Placements.

« Les prix exagérément élevés des titres à grand marché, tant à New-York qu'à Londres ou à Paris, et la charge de la double imposition ont obligé le Conseil à renoncer aux placements de cette nature. Elles lui avaient imposé, dès le précédent exercice, un travail financier plus semblable à celui d'une banque d'af-

fares qu'à celui d'une Société de placement. Ce travail financier a comporté la participation à des concentrations, la prise ferme d'augmentations de capital et l'acquisition d'intérêts importants dans un nombre limité d'entreprises.

« Devant l'accentuation de la crise, le Conseil a décidé de réaliser, même avec perte, la plupart des placements divers afin de disposer de la plus grande partie de ses moyens pour le financement des entreprises que la Société contrôle ou dans lesquelles son intérêt est prépondérant.

« Le Conseil a groupé les différents intérêts de la Société sous la gestion de ses filiales : l'Inter-Continental Securities à Montréal; la Compagnie Générale de Placements Industriels à Paris; la Compagnie d'Entreprises Immobilières Industrielles à Paris. Il a été fait apport à la première des intérêts étrangers, à la seconde des participations industrielles, à la troisième des intérêts dans les entreprises foncières et immobilières. »

§ 2. — *La Société Financière de l'Est (Sofinest).*

La Sofinest a été constituée le 26 mars 1929, avec comme promoteurs M. Lucien Bailly, ancien ingénieur au corps des Mines, MM. Paul et Jean Thiry.

Le capital, primitivement fixé à 25 millions de francs, a été porté, le 14 mai de la même année, à 150 millions de francs.

La circulaire d'émission définit ainsi les objectifs de Sofinest :

« Sofinest sera une coopérative de placement. La force résultant de l'union de ses actionnaires permettra une valorisation plus sûre, plus rapide, plus complète des titres de premier ordre et de grand avenir qu'elle compte mettre en portefeuille. Sa masse de manœuvre permettra de surmonter les obstacles qui parfois s'opposent à la valorisation la plus logique.

« Valoriser un titre, c'est lui faire coter aussi exactement que possible, sans exagération spéculative, un cours égal à sa valeur intrinsèque.

« Pour cela, le concours d'industriels compétents est nécessaire...

« Les actionnaires ne doivent pas espérer de dividende avant plusieurs années. Ils travailleront pour leurs enfants en accroissant leur capital plus que leurs revenus immédiats, car aujourd'hui ce sont les affaires les plus prospères, trouvant en elles-mêmes le meilleur emploi de leurs bénéfices, qui distribuent le moins de dividende.

« ...Sofinest appliquera, par ses statuts et dans ses méthodes, les principes de M. L. Bailly pour la défense des actionnaires. Rompant en effet avec les habitudes généralement admises, la Société n'aura, à son origine, ni action d'apport, ni part de fondateur. Après affectation de 5 % à la réserve légale et la dotation des réserves et fonds de prévoyance, la rémunération des actionnaires sera de 97 % des bénéfices, 3 % seulement du distribué allant au Conseil d'administration.

« Les dividendes encaissés par la Société, en pro-

venance de ses participations dans d'autres Sociétés, c'est-à-dire les coupons des titres du portefeuille, feront l'objet d'un compte spécial, qui sera la propriété exclusive des actionnaires. Les administrateurs n'y auront aucun droit.

« Comme toutes les Sociétés nouvelles, Sofinest courra des risques... : les titres que nous achèterons étant des titres d'affaires bien assises, mais cotés depuis de longues années, si les conditions financières du monde, et particulièrement de la France, devenaient défavorables, la valeur de nos titres en Bourse pourrait momentanément baisser, et nous semblerions faire une mauvaise année. Il n'en restera pas moins vraisemblable que la valeur intrinsèque de grands titres grandira toujours et que nous aurons toutes les chances de voir largement dépassé notre cours d'achat. Tout capitaliste qui opère à la Bourse court des risques, avec cette différence toutefois qu'il ne peut avoir ni notre puissance financière, ni les moyens d'information dont nous disposerons.

« Sofinest vous apparaîtra donc comme un organisme spécialisé dans l'étude technique des affaires et dans les placements de longue haleine. Elle se sépare ainsi, de la façon la plus nette, des syndicats dont l'objet est de faire des opérations boursières spéculatives et rapidement dénouées. »

Les statuts, dans leur article 2, assignent à la Société un objet des plus vaste : « ...d'une manière générale, faire toutes opérations financières, commerciales, in-

dustrielles, mobilières et immobilières, de quelque nature que ce soit, y compris la participation directe ou indirecte par voie de création de Société, association, syndicat, d'apport, de souscription, de fusion, alliance ou de toute autre manière, dans toutes transactions, affaires et entreprises, quel que soit leur objet. »

ART. 6. — Le capital est fixé à 150 millions de francs, divisé en 300.000 actions de 500 francs chacune.

ART. 7. — ...Le Conseil est autorisé, sans consulter l'assemblée générale, à porter le capital à 500 millions de francs.

ART. 17. — ...Il peut émettre, sans autorisation, des obligations, à concurrence du capital social existant au moment de chaque émission.

L'article 45 prévoit l'emploi et l'affectation des bénéfices ainsi qu'il suit :

1° 5 % à la réserve légale; prélèvement devenant facultatif lorsqu'elle atteint le dixième du capital social, pour reprendre ensuite son cours si la réserve vient à être entamée;

2° Telle somme que fixera l'assemblée générale, sur la proposition du Conseil d'administration pour être affectée à des fonds de réserve extraordinaire ou de prévoyance ou à des comptes de provision;

3° 5 % de premier dividende, non cumulatif, aux actions, calculé sur le capital appelé et obligatoirement libéré et non amorti.

Le solde, après déduction de la somme qui pourrait être reportée à nouveau, sera réparti :

97 % aux actionnaires;

3 % au Conseil d'administration.

Cette allocation au Conseil d'administration ne se calculera pas sur les dividendes encaissés par la Société en provenance de ses participations dans d'autres Sociétés, lesquels feront l'objet d'un compte spécial qui sera la propriété exclusive des actionnaires.

Le premier exercice sera clos le 31 décembre 1930.

Voici la composition du portefeuille de Sofinest (1) :
6.518 act. *Longwy anc.*, 1.630 act. *Longwy nouv.*,
7.908 actions *Micheville*, 4.722 actions *Châtillon-Com-*
mentry, 7.502 actions *Marine-Homécourt*, 3.390 act.
Lorraine Minière et Métallurgique, 7:575 actions *Se-*
nelle-Maubeuge, 200 act. *Kali Sainte-Thérèse anc.*,
200 actions *Kali Sainte-Thérèse nouv.*, 580 act. *Pont-*
à-Mousson anc., 145 actions *Pont-à-Mousson nouv.*,
2.084 actions *Mines de Segré anc.*, 2.161 actions *Mines*
de Segré nouv., 5.895 actions *Forges et Aciéries du*
Nord et de l'Est, 100 actions *Creusot*, 100 actions *Sarre-*
et-Moselle anc., 100 actions *Sarre-et-Moselle nouv.*,
96.000 francs de rente 6 % 1927, 1 *Kuxe Max*, 1 *Kuxe*
Marie-Louise, 303 act. *Mines de Saint-Avold*, 10 act.
Saulnes (2).

(1) 12 novembre 1930.

(2) La plupart de ces affaires comportent chacune de nombreuses participations, de sorte que Sofinest, par leur intermédiaire, a réparti ses capitaux en plus de cent entreprises diverses en France, aux colonies à l'étranger.

Dans un avis aux actionnaires publié en juillet 1930, à l'occasion de la démission de deux administrateurs, le Conseil de Sofinest faisait savoir que le capital avait été employé à concurrence de 6 millions pour frais de premier établissement, d'installation, impôts et frais généraux et 144 millions en achats d'actions industrielles.

*
**

Il est prématuré de porter un jugement sur les trois Sociétés de placement dont nous venons de parler.

Elles ont été constituées sur des bases différentes et chacune d'elles a adopté une politique particulière. L'Union Trust s'est ralliée à la formule anglo-écossaise; la Compagnie Française de Placement a été amenée, par suite des circonstances économiques, à faire figure de banque d'affaires; Sofinest a spécialisé ses placements dans des entreprises minières et métallurgiques dont son Conseil d'administration connaît parfaitement toutes les possibilités d'avenir.

La crise économique que nous subissons à l'heure actuelle a éprouvé ces trois Sociétés et en particulier la Compagnie Française et Sofinest qui se sont constituées à une époque où les valeurs de grande classe atteignaient sur tous les marchés des cours très élevés. L'Union Trust, qui est leur aînée et qui pratique une division des risques beaucoup plus poussée, semble avoir mieux résisté, car elle a pu s'approvisionner en

titres à une époque où les cours étaient encore assez modérés.

Quoi qu'il en soit, la création de ces Sociétés dans notre pays, malgré les entraves fiscales qui gênent les Sociétés de placement, est une initiative heureuse qui, nous l'espérons, sera couronnée de succès lorsque les conditions de la vie économique seront redevenues normales et que le législateur français aura enfin compris quel rôle éminent peuvent jouer les Sociétés de placement dans une économie nationale.

CHAPITRE V

LÉGISLATION DES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT A RÉALISER EN FRANCE

L'utilité des Sociétés de placement, dans un pays ayant chaque année d'énormes épargnes à placer, ne fait plus de doute à notre époque. Le succès que les Investment Trusts connaissent en Angleterre depuis près d'un demi-siècle doit déterminer le législateur français à élaborer une loi permettant aux Sociétés de placement de vivre et de se développer dans notre pays.

SECTION I

Les charges fiscales d'une Société de placement.
en France.

Actuellement une Société de placement acquitte les
impôts suivants :

A) CONSTITUTION

Droit de 3 % sur le montant du capital émis, prime comprise.

Droit de timbre : 0 fr. 20 % par an du capital nominal des titres ou, le cas échéant, du capital nominal augmenté de la prime d'émission;

Droit réduit à 0 fr. 10 % par an pour les titres émis du 1^{er} janvier au 28 avril 1930 inclus;

Droit réduit à 0 fr. 05 par an pour les titres émis à compter du 29 avril 1930.

B) PENDANT LE FONCTIONNEMENT DE LA SOCIÉTÉ

a) Patente :

Impôt proportionnel à l'importance matérielle de l'organisation sociale.

b) Impôts sur les bénéfices industriels et commerciaux :

15 % sur les bénéfices de la Société, à l'exclusion seulement des coupons ayant déjà acquitté la taxe sur le revenu des valeurs mobilières. L'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux est applicable aux commissions de toutes natures, primes, jetons de présence, agios, intérêts divers, et aux plus-values réalisées par la vente des titres à un prix supérieur au prix de revient.

c) Impôt sur le revenu des valeurs mobilières :

16 et 18 % sur le montant brut des coupons de valeurs françaises et étrangères encaissés par la Société.

d) Taxe de transmission.

Cet impôt ampute les coupons encaissés par la Société de 0 fr. 25 % sur le montant du cours moyen du titre pendant l'année précédente.

e) Taxe d'apprentissage.

f) Taxe sur le chiffre d'affaire :

Sommes dues sur les rentrées exceptionnelles des Sociétés qui peuvent avoir à traiter en dehors des opérations de Bourse proprement dites, des opérations qui, chez elles, ne sauraient avoir aucun caractère bancaire.

C) IMPOTS A LA CHARGE DES ACTIONNAIRES

a) Taxe de transmission :

0 fr. 25 % dans les mêmes conditions qu'au paragraphe « d » ci-dessus.

b) Taxe sur le revenu des valeurs mobilières :

16 % sur le revenu brut distribué par la Société à ses actionnaires.

Ces deux impôts font double emploi avec les taxes de même nature déjà payées par la Société sur les coupons qu'elle a elle-même encaissés. Les dispositions des lois de juillet 1920 et de 1929, qui ont pour but d'atténuer ces charges, sous certaines conditions, sont pratiquement inopérantes puisque la Société ne devrait avoir en portefeuille que des actions nominatives d'origine ou souscrites lors d'une augmentation de capital.

SECTION II

Statut juridique à donner aux Sociétés de placement.

Le Parlement doit mettre les Sociétés de placement, véritables fédérations d'épargnants, en marge de la fiscalité générale. Ces Sociétés ne sont pas, à proprement parler, des entreprises financières ordinaires mais de véritables organismes de défense de l'épargne.

Elles devraient donc ne pas avoir à supporter :

1° Le droit de timbre proportionnel sur ses propres actions et obligations, celles-ci n'étant que la représentation de titres déjà timbrés;

2° La taxe de transmission, et la taxe sur le revenu des valeurs mobilières, ces impôts ayant déjà été acquittés par la Société de placement au moment de l'encaissement de ses coupons. Ces allègements ne sauraient s'appliquer qu'au prorata des coupons encaissés à l'exclusion des commissions, primes et rentrées diverses qui n'ont pas acquitté l'impôt;

3° L'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux en ce qui concerne les plus-values sur réalisation de titre, et les autres profits réalisés par la Société;

4° L'impôt sur la patente, la Société de placement n'ayant aucun caractère commercial.

Comme contre-partie de cette législation fiscale de faveur, les Sociétés de placement doivent se soumettre statutairement aux conditions ci-dessous :

1° Obligation de n'employer leur capital qu'en titres cotés ou émis par des Sociétés ayant déjà cinq ans d'existence;

2° Obligation de s'interdire toute opération de banque;

3° Obligation de publier leur portefeuille;

4° Obligation de laisser contrôler leur comptabilité à toute époque de l'année par des commissaires aux comptes dont l'un d'eux sera nécessairement un expert comptable breveté;

5° Obligation de ne distribuer comme bénéfice que les revenus du portefeuille, à l'exclusion des plus-values sur réalisations de titres qui doivent être portées intégralement aux réserves ou à un poste « Réserve pour fluctuations de portefeuille »;

6° Obligation, en ce qui concerne les placements, de n'engager :

a) dans une même collectivité, qu'une participation inférieure à 5 % du montant du capital action et du capital obligation émis par cette collectivité;

b) dans un même pays étranger, qu'un montant inférieur à 10 % du capital total, réserves comprises, de la Société de placement;

c) dans une même collectivité, qu'un montant inférieur à 5 % du capital total, réserves comprises, de la Société de placement;

7° Obligation, pour l'ensemble des administrateurs, de prendre dans la Société, comme garantie de leur

gestion, une participation de 10 % du capital nominal; interdiction des parts de fondateurs et des actions d'apport; tantièmes des administrateurs d'un taux très modéré;

8° A la dissolution de la Société, si la réalisation de l'actif social fait apparaître un bénéfice, sa distribution aux actionnaires sera taxée au titre de l'impôt sur le revenu.

Il importe que le législateur considère la Société de placement comme une association de capitalistes, gérant en commun un portefeuille, et non comme une entreprise commerciale. La Société de placement devrait donc, en définitive, ne pas avoir à payer comme impôts plus qu'un capitaliste ordinaire gérant lui-même son portefeuille. A quoi servirait-il de constituer des Sociétés de placement si les frais de gestion doivent être considérables et absorber une partie importante du revenu des titres? Les gros capitalistes se désintéresseraient de telles associations de capitaux, assurés qu'ils seraient d'obtenir un rendement supérieur par leur gestion personnelle. Seuls, les petits capitalistes, attirés par la sécurité offerte par les Sociétés de placement, feraient les frais de ces exagérations fiscales.

SECTION III

Un projet de loi sur les Sociétés de placement

Sous la pression des circonstances économiques et de l'opinion publique, le Gouvernement a déposé, sur le bureau de la Chambre des députés, le 14 novembre 1930, un projet de loi sur les Sociétés de placement ainsi conçu :

ARTICLE PREMIER

Pourront seules faire appel au public, dans les conditions prévues par l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, sous la dénomination de sociétés de placement, compagnies de placement ou désignations similaires, et faire suivre leur raison sociale de la mention « Loi du... 1930 », les sociétés anonymes françaises qui se soumettront aux perscriptions suivantes :

1° Lesdites Sociétés devront avoir pour unique objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Ce portefeuille ne pourra pas comprendre de parts de sociétés à responsabilité limitée.

Lesdites Sociétés pourront toutefois acquérir des immeubles de rapport à concurrence de 5 % au maximum de leur capital de leurs réserves et de leurs emprunts obligataires.

Leur sont interdites toutes autres opérations financières, industrielles ou commerciales et notamment la constitution de sociétés dont elles deviendraient fondatrices, la création ou l'exploitation d'entreprises privées ou commerciales, la garantie du placement ou de la vente dans le public d'actions, obligations, parts de fondateur ou autres titres de collectivités publiques ou privées en recevant une prime ou une commission, l'achat de sociétés en liquidation ou en faillite en vue de les liquider à leur bénéfice.

Leur sont en outre interdites toute participation et toute adhésion à des accords conclus avec des individus ou des collectivités en vue de procéder à l'acquisition pour les re-

vendre des actions, obligations, parts de fondateur ou autres titres de collectivités publiques ou privées, à la vente pour les racheter des dits titres et à la répartition entre les participants des gains et pertes résultant de ces opérations.

2° Elle devront publier, dans les trois mois de la clôture de l'exercice, au « Bulletin des Annonces Légales Obligatoires », et insérer dans le rapport annuel de la société la composition intégrale des valeurs de l'actif à la date de clôture de l'exercice, avec indication du prix d'acquisition et, en outre, pour les valeurs du portefeuille, du cours du jour de l'inventaire. La publication au « Bulletin des Annonces Légales Obligatoires » devra comprendre également le bilan annuel et le compte de profits et pertes.

3° Lesdites sociétés devront être constituées au capital minimum de 100 millions de francs entièrement versés. Elles ne pourront créer ni actions privilégiées, ni parts de fondateur. Elles pourront émettre des obligations à concurrence de 25 % de leur capital et de leurs réserves. Elles ne pourront recevoir d'apports en nature.

4° Aussi longtemps que les réserves n'auront pas atteint le montant du capital social, pourront seuls être distribués, après déduction des frais de gestion, les intérêts, dividendes, arrérages et autres produits des titres constituant le portefeuille de la Société.

5° Lesdites sociétés ne pourront posséder plus de 5 % des titres évalués à leur valeur nominale émis par une collectivité ni plus de 5 % du nombre des titres sans valeur nominale émis par la même collectivité, ni disposer de plus de 1/20^e des droits de vote dans une société. Elles ne devront pas employer en titres d'une même collectivité plus de 5 % des sommes placées et disponibles pour le placement.

Sous réserve de l'exercice des droits de toute nature attachés aux titres que les sociétés de placement possèdent régulièrement, lesdites sociétés ne pourront acquérir des titres de sociétés qui n'auraient pas établi au moins trois bilans annuels.

6° Lesdites sociétés ne pourront attribuer à forfait la gestion de leur portefeuille. Les tantièmes attribués aux administrateurs ne devront pas dépasser 5 % des bénéfices mis en distribution. Les frais de gestion ne pourront être supérieurs à 1 % du capital social et des réserves.

7° Le président du Conseil d'Administration des dites sociétés, l'administrateur-délégué et le ou les directeurs ainsi que deux tiers au moins des administrateurs devront être de nationalité française. Les interdictions relatives à l'exercice de la profession de banquier sont applicables aux administrateurs, aux directeurs, ainsi qu'aux commissaires aux comptes desdites sociétés.

8° Les commissaires aux comptes devront surveiller l'exécution des prescriptions des paragraphes précédents et certifier sous leur responsabilité, après vérification, l'existence matérielle du portefeuille, tel qu'il figurera au bilan. Toute infraction à cette dernière obligation sera punie d'une amende de 5.000 à 50.000 francs et, en cas de mauvaise foi, d'un emprisonnement de 3 mois à un an.

ARTICLE 2

Les intérêts, dividendes et autres produits des actions des sociétés qui se conformeront aux dispositions de la présente loi seront exonérés de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières dans la mesure où il sera justifié qu'ils proviennent des intérêts, dividendes, arrérages, et tous autres produits des valeurs composant le portefeuille de la Société.

ARTICLE 3

Les administrateurs qui auront contrevenu aux dispositions des paragraphes 1 à 7 de l'article 1^{er} de la présente loi seront passibles d'une amende de 5.000 à 50.000 francs et, en cas de récidive, de 50.000 à 500.000 francs. En cas de mauvaise foi, ils seront en outre passibles d'un emprisonnement de trois mois à un an et, en cas de récidive, de un an à cinq ans.

Le tribunal ordonnera, dans tous les cas, que le juge-

ment de condamnation soit publié intégralement ou par extraits au *Bulletin des Annonces légales obligatoires* et dans les journaux qu'il désignera, le tout aux frais des condamnés.

Dans le délai d'un mois qui suivra toute condamnation définitive, les actionnaires devront être convoqués en assemblée générale extraordinaire pour se prononcer sur les modifications à apporter à la gestion de société et sur la dissolution éventuelle de celle-ci.

Ce projet de loi appelle quelques commentaires :

1° Il a le grand mérite de tracer un cadre législatif des Sociétés de placement se rapprochant, dans l'ensemble, de celui qui a été préconisé par tous ceux qui, depuis quelques années, ont étudié cette question. Il adopte la formule anglo-écossaise qui, à l'usage depuis un demi-siècle, a donné des résultats excellents;

2° L'article 1^{er}, § 1, al. 3, interdit aux Sociétés de placement toutes opérations financières autres que la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Ce terme d'opérations financières doit être précisé. Sera-t-il interdit aux Sociétés de placement de placer leurs fonds liquides au jour le jour, souvent à des taux très rémunérateurs? Il y aura cependant des périodes au cours desquelles leurs disponibilités seront considérables. Leur sera-t-il permis d'emprunter à court terme? Cela peut présenter le plus grand intérêt si, par exemple, des occasions de placement se présentent alors qu'une augmentation de capital est en cours et que la Société n'a pas encore les fonds à sa disposition.

L'exposé des motifs précise que les Sociétés de placement pourront effectuer librement toutes opérations

d'emploi temporaire de leurs disponibilités en attendant un investissement définitif; mais il est muet en ce qui concerne les emprunts à court terme;

3° L'article 1^{er}, § 3, fixe à 100 millions de francs, entièrement versés, le capital minimum des Sociétés de placement. Cette mesure est très judicieuse et permettra d'éliminer les affaires de petite envergure. Mais n'autoriser ces Sociétés à n'émettre des obligations que jusqu'à concurrence de 25 % de leur capital et de leurs réserves, c'est peut-être une exigence un peu excessive. « On estime, écrit M. C. Lazard (1), qu'un Investment Trust peut emprunter sans danger jusqu'à concurrence de 50 % de son capital versé »; et il suggère qu'on pourrait prescrire que le revenu des diverses obligations possédées par la Société soit toujours au moins égal à celui des obligations émises;

4° Des discussions ne manqueront pas de s'instituer à propos de l'article 1^{er}, § 6, qui interdit aux Sociétés de placement d' « attribuer à forfait la gestion de leur portefeuille ». Il est certain qu'il pourrait être avantageux pour ces Sociétés de confier cette gestion à des établissements de crédit de premier ordre, possédant déjà un service d'études financières parfaitement au point. Mais, d'autre part, il est à craindre qu'une banque ne cherche à mettre la main sur l'actif mobilier d'une Société de placement pour en user dans un but qui pourrait ne pas être toujours l'intérêt des actionnaires. Une formule transactionnelle est à trou-

(1) C. LAZARD, *La législation des Sociétés de Placement*, Paris, 1930.

ver sur ce point. Il serait peut-être possible d'admettre que toute modification au portefeuille de la Société de placement devrait, avant d'être exécutée par l'établissement de crédit gérant, être soumise à l'agrément du Conseil d'administration de la Société. L'établissement de crédit propose un plan à exécuter dans un certain laps de temps, le Conseil de la Société donne son approbation ou demande une modification des prévisions.

5° Les avantages faits aux Sociétés de placement en compensation des nombreuses garanties qu'elles doivent fournir nous paraissent tout à fait insuffisants. L'article 2 exonère de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières les intérêts, dividendes et autres produits des actions des Sociétés de placement dans la mesure où il sera justifié qu'ils proviennent des intérêts, dividendes, arrérages et tous autres produits des valeurs composant le portefeuille de la Société. Il n'est pas question des obligations. Nous sommes loin des exonérations préconisées à la section précédente. Comme toujours lorsqu'il s'agit de desserrer l'étau fiscal, nos gouvernants opèrent par demi-mesures.

On ne s'explique pas pourquoi les obligations émises par les Sociétés de placement ne sont pas exonérées de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières au même titre que les actions. C'est pratiquement interdire aux Sociétés de placement l'émission d'obligations. Les obligations émises par la Société de placement serviront à constituer le portefeuille obligataire; le revenu des valeurs à revenu fixe possédées par la Société paiera donc deux fois l'impôt. Si la Société de place-

ment ne veut pas subir une perte, elle sera obligée d'emprunter à un taux tellement bas qu'elle ne trouvera pas de prêteurs et d'acquérir des valeurs à revenu fixe d'un intérêt si élevé qu'elles ne présenteront qu'une sécurité douteuse.

Un autre point mérite de retenir l'attention du législateur. Il prescrit aux Sociétés de placement de ne distribuer les plus-values sur réalisations de titres que lorsque les réserves auront atteint le montant du capital social (art. 1^{er}, § 4). En bonne justice et comme corollaire de cette obligation, ces plus-values devraient être exemptées de l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux et n'acquitter l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières que quand elles seraient distribuées aux actionnaires.

Exemption de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières pour les revenus des actions et des obligations émises par les Sociétés de placement, exonération pour les plus-values de l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux, ce sont là les avantages minima que le législateur doit accorder aux Sociétés de placement s'il veut leur permettre de vivre;

6° Enfin, on pourrait admettre, comme l'a fait la jurisprudence britannique, que les Sociétés de placement sont autorisées à distribuer les intérêts et dividendes par elle perçus, même si la baisse des titres du portefeuille fait apparaître une diminution du capital.

Le projet de loi est donc loin de donner satisfaction à ce que nous appellerons les revendications des Sociétés de placement. Espérons que les Chambres apporte-

ront à ce projet des modifications telles que la loi qui sortira de leurs délibérations permettra la création, en France, de nombreuses Sociétés de placement. Nos grands établissements de crédit auront alors le devoir de prendre l'initiative de la création de tels organismes qui assureront aux capitaux à eux confiés un bon rendement et une grande sécurité. Ils contribueront, d'autre part, à faire disparaître du marché bon nombre d'affaires douteuses que, seule, fait vivre la pratique d'une clientèle ignorante et toujours dupée.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Nous avons essayé de grouper dans ce travail les notions indispensables au capitaliste pour mener à bien la gérance de son portefeuille de valeurs mobilières.

Quelques grands principes émergent de la matière; ils sont d'une étonnante simplicité :

1° Diversifier autant que possible et suivant un plan préconçu ses placements;

2° Ne mettre en portefeuille que des valeurs de la plus haute qualité;

3° Acheter quand les cours sont bas et vendre quand ils sont élevés;

4° Ne donner aux informations colportées par certaine presse ou certains individus que l'importance qu'elles méritent;

5° Travailler soi-même; se documenter sur les affaires susceptibles d'être intéressantes; les suivre de très près; faire son métier d'associé;

6° Etre toujours calme et de sang-froid.

La difficulté consiste à mettre ces quelques principes en pratique. Tous les capitalistes n'en sont pas capables. Nous pensons avoir montré que, pour être en mesure de bien gérer un portefeuille, il faut avoir des connaissances générales que bon nombre de possédants, absorbés par leurs occupations journalières, ne peuvent pas acquérir.

Confier l'administration de ses titres à une banque est une demi-mesure qui, si elle allège quelque peu le

fardeau qui pèse sur les épaules du capitaliste, n'arrive pas à résoudre d'une façon satisfaisante l'importante question de la composition du portefeuille.

Il existe bien des organismes qui font métier de gérer avec pleins pouvoirs les portefeuilles; mais nous doutons fort que, dans un avenir prochain, la masse des capitalistes soit disposée à leur apporter ses valeurs mobilières.

La véritable solution, celle qui satisfait à toutes les données du problème, c'est la Société de placement telle qu'elle a été conçue par les Anglo-Ecossais.

Une expérience de cinquante ans, plusieurs crises boursières victorieusement surmontées, une prospérité enviable, la confiance inébranlable des épargnants britanniques, tels sont les titres dont les Investment Trust d'outre-Manche peuvent légitimement s'enorgueillir.

Le Parlement français fera œuvre utile en permettant, dans notre pays, la création de Sociétés de placement. Ce faisant, il encouragera l'Épargne sans laquelle les individus et les nations ne sauraient vivre et prospérer. Souhaitons qu'au cours des discussions qui vont s'engager le législateur n'oublie pas que, seules, des exigences fiscales très modérées permettront aux Sociétés de placement de remplir leur rôle bienfaisant.

VU : *Le Doyen,*
H. BERTHELEMY.

VU : *Le Président,*
G. RIPERT.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :
Le Recteur de l'Académie de Paris ,
S. CHARLETY.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES PARTICULIERS

- AFTALION (A.). — *Monnaie, prix et change*, Paris, 1928.
- AFTALION (A.). — *Monnaie et industrie*, Paris, 1929.
- BEZARD-FALGAS. — *Le nouveau régime des transferts de titres nominatifs et le certificat de propriété*, Paris, 1928.
- BUISSON (A.). — *Les groupements d'obligataires*, Paris, 1930.
- CHEMINAIS (P.). — *Les Sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères*, Paris, 1927.
- DAVID (R.). — *La protection des minorités dans les Sociétés par actions*, Paris, 1929.
- GÉGOUT (M.). — *Filiales et groupements de Sociétés*, Paris, 1929.
- GERMAIN-MARTIN. — *Les Finances publiques de la France et la fortune privée*, Paris, 1925.
- JANIN (L.). — *Les Sociétés de participation au point de vue économique*, Paris, 1928.
- JANIN (L.). — *La vie financière des Sociétés*, Paris, 1929.
- LANDER (J. DE). — *Les Investment Trusts*, Paris, 1930.
- LEGAL (A.). — *Le contrat de dépôt de titres en banque*, Paris, 1926.
- LEROY-BEAULIEU (P.). — *L'art de placer et de gérer sa fortune*, Paris, 1920.
- MASSONAUD. — *Les actions à vote privilégié en France et à l'étranger*, Paris, 1930.
- MAZEAUD (H.). — *Le vote privilégié dans les Sociétés de capitaux*, 2^e édit., Paris, 1928.
- MIRIMONDE (A. DE). — *Comment placer sa fortune*, Paris, 1926.
- MONTARNAL. — *Manuel des opérations commerciales et financières de Banque et de Bourse*, Paris, 1924.
- QUESNOT (L.). — *Administration financière*, Paris, 1929.

- ROBERT-MILLES (S.). — *La grammaire de la Bourse*, Paris, 1926.
- TRASBOT (A.). — *L'acte d'administration en droit positif*, Bordeaux, 1921.
- VALERY (J.). — *Traité de location des coffres-forts*, 2^e édit., Paris, 1926.
- VARANGEOT (J.). — *Les Sociétés de placement et le marché financier français*, Paris, 1930.
- VINCENT (G.). — *Traité technique et pratique de droit fiscal bancaire*, Paris, 1929.
- WAHL (A.). — *Droit civil et commercial de la guerre*.

REVUES

- Revue d'économie politique.*
- Revue politique et parlementaire.*
- Revue des Sociétés.*
- Journal des Sociétés.*
- Revue économique et financière.*

LES JOURNAUX FINANCIERS

- L'Information financière.*
- Le Journal des finances.*
- Le Capital*, édit. économique.
- Le Temps*, économique et financier.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	1
--------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

De la gestion du portefeuille par le capitaliste

TITRE PREMIER. — <i>DE LA COMPOSITION DU PORTEFEUILLE</i>	19
---	----

CHAPITRE PREMIER. — <i>Des caractéristiques des diverses catégories de titres</i>	21
---	----

<i>Section I : Valeurs à revenu fixe</i>	21
--	----

§ 1 — Revenu net et valeur intrinsèque	22
--	----

§ 2 — Les garanties de paiement	26
---------------------------------------	----

§ 3 — La clause-or	31
--------------------------	----

§ 4 — L'internationalisation des titres	36
---	----

§ 5 — Influence de certains facteurs économiques sur les valeurs à revenu fixe	37
--	----

§ 6 — Les bons	42
----------------------	----

§ 7 — Les obligations à prime et à lots	43
---	----

<i>Section II : Valeurs à revenu variable</i>	46
---	----

§ 1 — Détermination du revenu net d'une action	47
--	----

§ 2 — Étude économique d'une valeur	53
---	----

A. Les statuts	54
----------------------	----

B. Le bilan	66
-------------------	----

C. Considérations propres à l'entreprise : le Conseil d'administration	73
--	----

D. Considérations extérieures à l'entreprise : Les crises, les Grands événements	74
--	----

§ 3 — Valeur intrinsèque d'une action	76
---	----

§ 4 — Les parts bénéficiaires	80
-------------------------------------	----

<i>Section III : Titres nominatifs et titres au porteur.....</i>	81
§ 1 — Titres nominatifs.....	81
§ 2 — Titres au porteur.....	84
CHAPITRE II. — <i>Des placements.....</i>	87
<i>Section I : Répartition des placements.....</i>	87
§ 1 — Répartition géographique.....	88
§ 2 — Répartition financière.....	91
§ 3 — Répartition industrielle.....	93
<i>Section II : Choix des valeurs.....</i>	95
§ 1 — Le classement de M. Leroy-Beaulieu.....	95
§ 2 — La tendance actuelle en matière de placements.....	100
<i>Section III : Les placements des Compagnies d'Assurances américaines et anglaises.....</i>	106
<i>Section IV : Les placements réglementés par les contrats ou par les lois.....</i>	116
TITRE II. — <i>DES OPÉRATIONS DE GÉRANCE.....</i>	121
CHAPITRE PREMIER. — <i>La hausse et la baisse.....</i>	123
<i>Section I : Les crises.....</i>	124
§ 1 — Les causes des crises.....	125
§ 2 — La prévision des crises.....	130
<i>Section II : Les causes secondaires de hausse et de baisse....</i>	133
§ 1 — Causes générales d'ordre secondaire.....	133
§ 2 — Les fluctuations particulières d'une valeur.....	139
<i>Section III : Conduite à tenir par le capitaliste.....</i>	141
CHAPITRE II. — <i>Les mouvements du portefeuille.....</i>	144
<i>Section I : L'achat et la vente.....</i>	145
§ 1 — Les intermédiaires, les opérations au comptant.....	145
§ 2 — La méthode.....	149
<i>Section II : Influence de la législation fiscale.....</i>	154
§ 1 — Taxes frappant les valeurs mobilières.....	154
§ 2 — Les répercussions sur le portefeuille de la légis- lation fiscale.....	155

TABLE DES MATIÈRES

395

<i>Section III : La publicité financière.....</i>	159
§ 1 — La Presse.....	160
§ 2 — Les sollicitations des Établissements de crédit..	162
§ 3 — La publicité verbale.....	163
CHAPITRE III. — <i>La défense des droits attachés aux titres.....</i>	165
<i>Section I : La défense des droits attachés à l'action.....</i>	166
§ 1 — Aperçu sur la législation des assemblées.....	166
§ 2 — Influence de l'actionnaire au sein de l'assemblée	174
§ 3 — L'action sociale et l'action individuelle.....	176
<i>Section II : La défense des droits attachés à l'obligation.....</i>	177
§ 1 — Les groupements particuliers de défense.....	178
§ 2 — Les grandes associations.....	182
CHAPITRE IV. — <i>Les opérations matérielles de gérance.....</i>	184
<i>Section I : La naissance des titres.....</i>	184
§ 1 — La souscription publique.....	185
§ 2 — Augmentation du capital d'une Société.....	187
<i>Section II : Régularisation des titres. — Échanges de titres. Renouvellement des feuilles de coupons. — Dépôt de titres pour les assemblées</i>	189
<i>Section III : Vérification des tirages. — Garantie contre leur non-vérification. — Assurance contre les risques de rem- boursement au pair.....</i>	191
<i>Section IV : Envois de titres.....</i>	193

DEUXIÈME PARTIE

De la gérance du portefeuille par les banques

TITRE PREMIER. — <i>DU DÉPÔT DE TITRES EN BANQUE.</i>	199
CHAPITRE PREMIER. — <i>Location de coffres-forts.....</i>	201
<i>Section I : Modalités de la location ; ses avantages.....</i>	201
<i>Section II : Nature juridique.....</i>	203
CHAPITRE II. — <i>Le dépôt proprement dit.....</i>	206

<i>Section I</i> : Modalités du contrat. — Intérêt des parties.....	206
<i>Section II</i> : Nature juridique.....	208
§ 1 — Le dépôt d'après le Code civil.....	208
§ 2 — Le dépôt de titres en banque est un dépôt dans le sens du Code civil.....	209
§ 3 — Contrat de dépôt proprement dit et contrat de gestion de portefeuille.....	211
TITRE II. — DU CONTRAT DE GESTION DE PORTEFEUILLE	215
CHAPITRE PREMIER. — Formation et mode de constatation du contrat	217
<i>Section I</i> : Formation du contrat de gestion de portefeuille... ..	217
<i>Section II</i> : Constatation du contrat.....	220
§ 1 — Le récépissé.....	221
§ 2 — Identification du récépissé et du titre.....	223
A. Assistance aux assemblées	223
B. Mise en gage.....	223
§ 3 — Le récépissé peut-il être assimilé à un titre nominatif ?.....	224
A. Les titres des Compagnies de Chemins de fer, ...	225
B. Le dépôt dans certains établissements de valeurs mobilières étrangères.....	225
CHAPITRE II. — Nature juridique du contrat de gestion de portefeuille	229
<i>Section I</i> : Complexité du contrat de gestion de portefeuille ..	229
<i>Section II</i> : La jurisprudence.....	233
§ 1 — Affaire Herbelot contre Banque Varin, Bernier et Cie.....	233
§ 2 — Colmar, 7 nov. 1923 et 24 mars 1924.....	238
§ 3 — Décisions du Tribunal arbitral mixte anglo-allemand des 16 et 26 octobre 1922.....	240
TITRE III. — EFFETS DU CONTRAT DE GESTION DE PORTEFEUILLE	243
CHAPITRE PREMIER. — Obligations de chacune des parties et droits corrélatifs de l'autre	245

<i>Section I : Obligations du capitaliste. — Droit corrélatif du banquier.</i>	245
§ 1 — Paiement du prix convenu.....	245
§ 2 — Droit de rétention du banquier.....	246
<i>Section II : Obligations du banquier.</i>	249
§ 1 — Conserver et rendre.....	249
A. Conserver.. ..	249
B. Restituer	251
a. Cas de force majeure.....	251
b. Que faut-il rendre (compensation et virements de titres).....	252
c. A qui faut-il rendre (les comptes joints)....	254
d. La prescription au profit de l'État.....	256
§ 2 — Percevoir les fruits.....	263
§ 3 — Obligations particulières du contrat de gestion de portefeuille.....	264
<i>Section III : La faillite du banquier.</i>	265
§ 1 — Les titres existent dans l'actif.....	266
§ 2 — Les titres ont été aliénés par le failli.....	268
CHAPITRE II. — <i>Le banquier et les tiers.</i>	271
<i>Section I : La preuve de la propriété des titres.</i>	271
<i>Section II : L'opposition.</i>	272
<i>Section III : La saisie-arrêt sur les titres déposés.</i>	274
CHAPITRE III. — <i>Le banquier et le fisc.</i>	275
<i>Section I : Droit de communication des agents du fisc sur la comptabilité des banques.</i>	275
§ 1 — Notions générales sur le droit de communication.	276
§ 2 — Étendue de ce droit.....	278
<i>Section II : Titres et sommes déposées dépendant d'une succession</i>	279
§ 1 — Cas du coffre-fort loué.....	279
§ 2 — Titres, sommes ou valeurs directement confiés à une banque.....	283
<i>Section III : Impôt sur le revenu des valeurs étrangères non abonnées et Fonds d'États étrangers.</i>	287

398 LA GESTION DES FORTUNES MOBILIÈRES

TITRE IV. — <i>EXTENSION DU CONTRAT DE GESTION DE PORTEFEUILLE</i>	291
CHAPITRE PREMIER. — <i>La gestion d'affaires</i>	293
CHAPITRE II. — <i>Gestion complète par des individus ou des collectivités</i>	295
<i>Section I</i> : Les remisiers.....	296
<i>Section II</i> : La gestion, par des banques spécialisées.....	297
<i>Section III</i> : Établissements financiers guidant le capitaliste dans le choix de ses placements.....	299

TROISIÈME PARTIE

De la gérance en commun du portefeuille

CHAPITRE PREMIER. — <i>Généralités sur les trusts ou Sociétés de placement</i>	308
CHAPITRE II. — <i>Les Sociétés de placement anglaises et écossaises</i> ..	313
<i>Section I</i> : Aperçu historique.....	313
<i>Section II</i> : Objet et organisation financière.....	315
<i>Section III</i> : La composition du portefeuille.....	316
<i>Section IV</i> : Méthode d'administration.....	319
<i>Section V</i> : Les Investment Trusts et les crises.....	322
CHAPITRE III. — <i>Les Sociétés de placement aux États-Unis d'Amérique</i>	325
<i>Section I</i> : Les Sociétés du type « General Management »...	327
<i>Section II</i> : Les Sociétés du type « Investment Fund ».....	332
<i>Section III</i> : Les Sociétés du type rigide.....	334
<i>Section IV</i> : Les Sociétés du type semi-rigide.....	337
<i>Section V</i> : Invest. Trusts américains et crises boursières	341
<i>Section VI</i> : Invest. Trusts américains et réglementation légale.....	342

TABLE DES MATIÈRES

399

CHAPITRE IV. — <i>Les Sociétés de placement en France</i>	345
<i>Section I</i> : La législation fiscale.....	346
<i>Section II</i> : L'Union Trust.....	350
<i>Section III</i> : Autres Sociétés de placement françaises.....	360
§ 1 — Compagnie française de placement.....	360
§ 2 — La Société financière de l'Est.....	368
CHAPITRE V. — <i>Législation des Sociétés de placement à réaliser en France</i>	375
<i>Section I</i> : Les charges fiscales d'une Société de placement.	375
<i>Section II</i> : Statut juridique à donner aux Sociétés de placement	378
<i>Section III</i> : Un projet de loi sur les Sociétés de placement...	380
CONCLUSION GÉNÉRALE	388
BIBLIOGRAPHIE.....	391

